



ORIGINAL RESEARCH PAPER

The Relationship Between Cash Holdings and Debt Capacity of Companies Considering the Impact of Financial Constraints

Abdolrasoul Rahmanian Koushkaki ^{a,*}, Khadijeh Rabiee ^a

^a Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran

* Corresponding Author's Email: abr.rahmanian@pnu.ac.ir

PAPER INFO

Paper history:

Received: 26 September 2025

Revised: 12 October 2025

Accepted in revised form: 21 October 2025

Published: 21 December 2025

Keywords:

Debt Capacity

Cash Holding

Financial Constraint

How to cite: Rahmanian Koushkaki, A., & Rabiee, Kh. (2025). The Relationship Between Cash Holdings and Debt Capacity of Companies Considering the Impact of Financial Constraints. *Economics and Financial Policymaking*, 2(3), 37-52.



©2025 the authors. This is an open access article under the terms of the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0) License.

ABSTRACT

Debt capacity is a fraction of the debt ratio and also the maximum ability of a company to create financial debt or the amount of debt that a company can create in its financing sources, which is defined in such a way that the company does not experience financial problems in terms of cash and does not fail to repay debts, which has a significant impact on the financing of the company; therefore, the purpose of the present study is to find out how cash holding can affect the company's debt capacity and what effect financial constraints have on this relationship. The present study is applied and from a methodological perspective, the correlation is of a causal (post-event) type. The statistical population of the research was all companies listed on the Tehran Stock Exchange, and using the systematic exclusion sampling method, 141 companies were selected as the research sample and were studied over a 10-year period between 2014 and 2023. The results of testing the research hypotheses showed that there is a direct and significant relationship between cash holdings and debt capacity (with an effect coefficient of 0.79). Also, financial constraints have a reducing moderating role on the relationship between cash holdings and debt capacity (with an effect coefficient of 0.33). Finally, the results of this study are mainly limited to the context of emerging markets, including Iran, in terms of generalizability. The results also showed that the preference of companies to use internal resources (cash) over debt and issuing new shares can partly explain the findings of the positive relationship between cash holdings and debt capacity, as well as the reducing role of financial constraints on this relationship.

1. Introduction

Debt capacity is defined as a fraction of the debt ratio, as well as the maximum ability of the company to create financial debt or the amount of debt that the company can create in its sources of financing, in such a way that it does not suffer from financial problems and deficits in repayment of debts in terms of cash. Determining the optimal debt capacity and maintaining excess debt capacity to meet unforeseen future financial needs is one of the constant concerns of company managers. By anticipating the maximum debt capacity in each investment opportunity, investors can design their own financing plan and start their activities with the least probability of being unable to repay the debts. When a company uses debt, it is obligated to repay. The principal and interest of the debt are at maturity, which exposes it to the risk of default or bankruptcy. Therefore, the purpose of this study is to investigate the effect of financial constraints on the relationship between cash holdings and debt capacity of

companies. Therefore, the hypotheses of the present study are as follows:

H1: There is a positive and significant relationship between cash holdings and the company's debt capacity.

H2: Financial constraints affect the relationship between cash holdings and the debt capacity of the firm.

2. Methods and Materials

The present study is applied and methodologically it is a causal correlation (post-event). The statistical population studied in this study is all companies listed in the Tehran Stock Exchange and the period under review is from 2014 to 2023. In this study, the systematic elimination method was used to reach the sample, and 141 Firms were selected as the research sample. Data analysis was done using the combined data method and the data panel approach and using Eviews 12 software to test the hypotheses.

3. Findings

The results of testing the research hypotheses showed that there is a direct and significant relationship between cash holdings and debt capacity. Also, financial constraint has a decreasing moderating role on the relationship between cash holdings and debt capacity. In fact, with the introduction of financial constraints on the relationship between cash holdings and debt capacity, the intensity of this relationship will decrease.

4. Discussion and Conclusion

Various issues at the level inside and outside the company affect their business, and these risks should be predicted and measures should be considered for their adverse effects on the company's business operations. In efficient and perfect markets, and in theories and theoretical foundations, it is acknowledged that the financial policy of a company, including its debt structure and capacity, has no effect on its investment decision, however, in the real world with imperfect markets, financial policy and investment decisions are significantly interrelated, because the inherent problems of agency, related to the level of debt, create incentives to invest too

much or capital. It creates low transition. The value of a business is defined by its existing assets along with growth opportunities. Companies may retain their debt capacity to take advantage of future investment opportunities. Companies with lower internal budgets are running out of debt capacity rather than maintaining it, making them unable to stop with more inbound funds, retaining a portion of their debt capacity, allowing them to take advantage of opportunities investments. Tighter companies are less likely to hedge and may not engage in risk management at all, as the financial needs for investment outweigh hedge concerns; financially constrained companies are effectively at risk and must be protected. Less productive and higher-capitalized companies can use their free debt capacity at times of expansion.

Conflict of Interest

The Authors, while observing publication ethics in the referencing, declare the absence of interest of conflict.



رابطه میان نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی شرکت‌ها با در نظر گرفتن تأثیر محدودیت مالی

عبدالرسول رحمانیان کوشکی^{۱*}، خدیجه ربیعی^۱

۱. گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

*. ایمیل نویسنده مسئول مکاتبه abr.rahmanian@pnu.ac.ir

چکیده

ظرفیت بدهی کسری از نسبت بدهی و همچنین حداکثر توانایی ایجاد بدهی مالی به‌وسیله شرکت یا مقدار بدهی که شرکت در منابع تأمین مالی خود می‌تواند ایجاد کند، به‌گونه‌ای که آن شرکت را از نظر نقدی دچار مشکلات مالی و نقصان در بازپرداخت بدهی‌ها نکند تعریف شده است که تأثیر بسزایی بر تأمین مالی شرکت دارد؛ بنابراین هدف مطالعه حاضر یافتن این مورد است که چگونه نگهداشت وجه نقد می‌تواند ظرفیت بدهی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد و محدودیت مالی چه تأثیری بر این رابطه دارد. پژوهش حاضر کاربردی و از بعد روش‌شناسی، همبستگی از نوع علی (پس‌رویدادی) هست. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۴۱ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و در دوره زمانی ۱۰ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۲ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که میان نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی (با ضریب اثر ۰/۷۹) رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. همچنین محدودیت مالی نقش تعدیل‌گر کاهشی بر رابطه میان نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی (با ضریب اثر ۰/۳۳) دارد. در پایان، نتایج این پژوهش از نظر تعمیم‌پذیری عمدتاً به بستر بازارهای نوظهور از جمله ایران محدود است. همچنین نتایج نشان داد که ترجیح شرکت‌ها به استفاده از منابع داخلی (نقد) نسبت به بدهی و انتشار سهام جدید، می‌تواند بخشی از یافته‌های رابطه مثبت بین نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی و نیز نقش کاهنده محدودیت مالی بر این رابطه را توضیح دهد.

اطلاعات مقاله

تاریخچه مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۷/۰۴

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۷/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۲۹

تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۰۹/۳۰

کلیدواژه‌ها:

ظرفیت بدهی
نگهداشت وجه نقد
محدودیت مالی

شیوه‌نامه استناددهی:

رحمانیان کوشکی، عبدالرسول، و ربیعی، خدیجه. (۲۰۲۵). رابطه میان نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی شرکت‌ها با در نظر گرفتن تأثیر محدودیت مالی، *اقتصاد و سیاست‌گذاری مالی*، ۳(۳)، ۳۷-۵۲.

© ۱۴۰۴ تمامی حقوق انتشار این

مقاله متعلق به نویسنده است.

انتشار این مقاله به‌صورت دسترسی

آزاد مطابق گواهی (CC BY-NC)

(4.0) صورت گرفته است.



۱. مقدمه

در سالیان اخیر با توجه به رشد بازار سرمایه و همچنین شرکت‌های تجاری، بحث تأمین مالی جهت سرمایه‌گذاری به‌موقع در شرکت‌ها یکی از مهم‌ترین نگرانی‌های مدیران در شرکت‌ها است. به‌گونه‌ای که ایجاد یک تناسب مناسب از تأمین مالی خارجی و نگهداشت وجه نقد مناسب در بحرانی نشدن اوضاع مالی شرکت از اهمیت فراوانی برخوردار است. شرکت‌ها در واقع می‌بایست نوعی ظرفیت پویا را در ایجاد بدهی ایجاد نمایند که در مواقع ضروری دسترسی آن‌ها را به وجوه مالی تسهیل و همچنین ریسک نکول را نیز افزایش ندهد (لو^۱ و همکاران، ۲۰۲۴). ظرفیت بدهی کسری از نسبت بدهی و همچنین حداکثر توانایی ایجاد بدهی مالی به‌وسیله شرکت یا

مقدار بدهی که شرکت در منابع تأمین مالی خود می‌تواند ایجاد کند، به‌گونه‌ای که آن شرکت را از نظر نقدی دچار مشکلات مالی و نقصان در بازپرداخت بدهی‌ها نکند تعریف شده است (چن^۲ و همکاران، ۲۰۲۱). تعیین ظرفیت مطلوب بدهی و نگهداری ظرفیت مازاد بدهی برای تأمین نیازهای مالی پیش‌بینی نشده آتی یکی از دغدغه‌های همیشگی مدیران شرکت‌ها است. با پیش‌بینی حداکثر ظرفیت بدهی در هر فرصت سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران می‌توانند برنامه تأمین مالی خود را طراحی کنند و با کم‌ترین احتمال ناتوانی در بازپرداخت بدهی‌ها، فعالیت‌های خود را آغاز کنند. زمانی که شرکتی از بدهی استفاده می‌کند، موظف به بازپرداخت اصل و بهره‌های بدهی در سررسید آن است که از این جهت در معرض ریسک نکول یا ورشکستگی قرار

می‌دانند. در واقع زمانی که اعتباردهندگان به‌نوعی شرکت را از نظر نقدینگی مطلوب ارزیابی می‌کنند میل و رغبت بیشتری جهت اعطای اعتبار داشته زیرا به نوعی آسودگی خیال در آن‌ها ایجاد خواهد شد که شرکت می‌تواند بازپرداخت بدهی را داشته باشد (لینلو^۳ و همکاران، ۲۰۲۳)؛ بنابراین این سؤال در ذهن نقش می‌بندد که آیا نگهداشت وجه نقد تأثیری بر افزایش ظرفیت بدهی شرکت دارد؟ که پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سؤال است.

یک نقد مهم که باید صریح‌تر مطرح شود، مسئله درون‌زایی بین نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی است؛ مشخص نیست آیا این نگهداشت وجه نقد است که ظرفیت بدهی را بالا می‌برد (به‌واسطه بهبود انعطاف‌پذیری مالی و کاهش ریسک نکول)، یا برعکس، این سطح بالاتر ظرفیت بدهی و دسترسی آسان‌تر به اعتبار است که خود به شرکت اجازه می‌دهد سیاست‌های محافظه‌کارانه‌تر نگهداشت نقد را دنبال کند. ادبیات پژوهش نشان می‌دهد که ظرفیت تأمین مالی شرکت‌ها به‌طور درون‌زا و هم‌زمان با تصمیمات ساختار سرمایه و نگهداشت نقد تعیین می‌شود؛ مطالعاتی که بر تأمین مالی مبتنی بر جریان‌های نقدی و نقش محدودیت‌های اعتباری تمرکز دارند، نشان می‌دهند که ظرفیت بدهی تابعی از ویژگی‌های بنگاه، کیفیت وثیقه، و شرایط بازار اعتباری است و نمی‌توان آن را صرفاً برون‌زا فرض کرد (هارتمن-گلیرز^۴ و همکاران، ۲۰۲۵). افزایش سهم دارایی‌های نامشهود، ظرفیت بدهی را به‌طور ساختاری کاهش می‌دهد، زیرا این دارایی‌ها به‌سختی به‌عنوان وثیقه قابل استناد هستند و در نتیجه شرکت‌ها برای حفظ انعطاف‌پذیری مالی، نقد بیشتری نگه می‌دارند. نادیده‌گرفتن این خط پژوهشی باعث می‌شود تصویر مقاله از ارتباط بین وجه نقد، دارایی‌های مشهود/نامشهود و ظرفیت بدهی ناقص باشد؛ به‌ویژه برای بازار نوظهور که در آن سهم فزاینده دارایی‌های نامشهود (دانش، برند، سرمایه انسانی) می‌تواند نقش مهمی در محدود کردن دسترسی به بدهی بانکی و شرکتی داشته باشد و نگهداشت نقد را به یک استراتژی جبرانی تبدیل کند. رابطه وجه نقد و بدهی لزوماً یکنواخت و همیشه تکمیلی نیست و یافته‌های متناقض باید به‌طور نظام‌مند وارد بحث شوند. مطالعات اخیر نشان می‌دهد که در بسیاری از موقعیت‌ها، وجه نقد می‌تواند جانشین بدهی باشد؛ به‌ویژه برای بنگاه‌های با محدودیت مالی یا ریسک نکول بالا، که در آن‌ها افزایش اهرم، ارزش نهایی هر واحد نقد را کاهش می‌دهد و شرکت ترجیح می‌دهد با انباشت نقد، ظرفیت استقراض آتی خود را حفظ کند. در سطوح بالای اهرم، شرکت‌ها برای کاهش ریسک درماندگی مالی، نقد بیشتری نگه می‌دارند. در نتیجه،

می‌گیرد (رستمی و رضایی، ۱۳۹۸). از طرفی مدیران شرکت‌ها تمایل دارند با مدیریت عملکرد خود، تصویر مطلوبی را از واحد تجاری و کسب‌وکار خود به‌وسیله صورت‌های مالی به نمایش بگذارند و از طرف دیگر اگر بانک‌ها از طریق ابزارهای نظارتی‌شان متوجه سوء مدیریت عملکرد شرکت‌ها شوند، آنگاه احتمال دریافت وام کاهش می‌یابد و بهره‌مندی از شرایط مطلوب در قراردادهای تأمین مالی دشوار می‌شود. از عوامل تأثیرگذار بر میزان ظرفیت بدهی در این شرایط دارایی‌های نقدی شرکت است. نگهداشت وجه نقد توسط شرکت می‌تواند به‌طور مثبت با ظرفیت بدهی مرتبط باشد (لو و همکاران، ۲۰۲۴).

از دیرباز وجه نقد به‌لحاظ عینیت آن به‌عنوان شاخصی از تداوم فعالیت و توانایی شرکت در انجام عملیات بدون مواجهه با مشکلات مالی و نیز به‌عنوان ابزاری جهت بهره‌برداری از فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری سودآور، مورد توجه استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی قرار داشته است. در مقابل سیال بودن وجه نقد و امکان سوءاستفاده از آن، نگرانی‌هایی را در خصوص نگهداشت وجه نقد در شرکت به همراه داشته است. بدون تردید موجودی نقد یکی از سیال‌ترین دارایی‌های مالی شرکت‌ها هست. این ویژگی موجودی نقد، اهمیت فوق‌العاده‌ای را به آن بخشیده است. توانایی اخذ تصمیمات مالی بهینه و به‌موقع به مقدار زیادی تحت تأثیر آن قرار دارد. در صورتی که شرکتی با کمبود نقد مواجه باشد، قادر نخواهد بود از فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود استفاده کند و یا دیگر نیازهای مالی خود را تأمین نماید، بنابراین این کمبود، تأثیر منفی روی ارزش شرکت خواهد داشت (مشکی و صنایعی، ۱۳۹۵). هرچند وجود موجودی نقد در تراز مالی همه شرکت‌ها مهم بوده و ضروری است، اما میزان اهمیت وجود این دارایی می‌تواند برای شرکت‌های مختلف، متفاوت باشد. وجود وجه نقد مازاد برای یک شرکت، می‌تواند نشان‌های مبهم برای بازار تلقی شود. زیرا هم می‌تواند دارای جنبه‌های مثبت و هم جنبه‌های منفی باشد. نگهداشت وجه نقد مازاد در شرکت‌ها می‌تواند از سوی بازار نشانه‌هایی باشد مبنی بر اینکه این‌گونه شرکت‌ها از ریسک کم‌تری برخوردار هستند، زیرا توانایی بیشتری در مواجهه با مشکلات مالی احتمالی آتی دارند (دونگ^۱ و همکاران، ۲۰۲۱). آچاریا^۲ و همکاران (۲۰۰۷) رابطه پویا بین نگهداری وجه نقد و ظرفیت بدهی را به‌عنوان وضعیت‌های آتی جریان‌های نقدی توضیح می‌دهد (آچاریا و همکاران، ۲۰۰۷). شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی کم یا بی‌ثباتی دارند، خطوط اعتباری را به‌دلیل مالی مبتنی بر جریان نقدی گزینه‌ای جذاب کم‌تر

3. Linlu
4. Hartman-Glaser

1. Doung
2. Acharya

۲. مبانی نظری، و پیشینه پژوهش

۲-۱. نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی

مباحث تأمین مالی، انعطاف‌پذیری مالی و ایجاد ظرفیت بدهی مناسب در این زمینه در بازار سرمایه از اهمیت بالایی برخوردار است. ظرفیت بدهی توانایی استقراض از بازار سرمایه است. ظرفیت بدهی همان‌طور که توسط کیم^۷ (۱۹۷۸) تعریف شده است، به حداکثر مقدار بدهی که یک شرکت می‌تواند متحمل شده و بازپرداخت کند، اشاره دارد که توسط طلبکاران ارزیابی می‌شود (کیم، ۱۹۷۸). فراتر از این ظرفیت بدهی می‌تواند منجر به هزینه‌های اضافی قابل‌توجهی شود (مایرز^۸، ۱۹۸۴؛ چن^۹ و همکاران، ۲۰۲۱). هم نگهداری وجه نقد و هم ظرفیت بدهی می‌تواند احتمال بحرانی شدن اوضاع شرکت‌های دارای محدودیت مالی را کاهش دهد. با این حال، کارکردهای نگهداری وجه نقد و ظرفیت بدهی ممکن است بسته به سودآوری شرکت متفاوت باشد (آچاریا و همکاران، ۲۰۰۷). اگر شرکتی انتظار جریان‌های نقدی بالاتری را در آینده داشته باشد، می‌تواند از صدور بدهی جلوگیری و با استفاده از منابع جاری ظرفیت خود را حفظ کند. دارایی‌های نقدی فضایی برای پذیرش بدهی در آینده ایجاد می‌کند، در مقابل، اگر شرکتی انتظار جریان‌های نقدی، کم‌تری داشته باشد خواهد توانست از ظرفیت بدهی خود برای پذیرش بدهی و پس‌انداز درآمدهای جاری استفاده کند. رابطه بین نگهداری وجه نقد و ظرفیت بدهی ممکن است به دلیل دو مکانیسم مثبت باشد. اول، مکانیزم غربال‌گری وثیقه که از طریق آن وام‌گیرندگان ممکن است وثیقه را برای نشان دادن اعتبار خود در صورت وجود انتخاب نامطلوب تعهد کنند، زیرا در قراردادهای اعتباری، پول نقد می‌تواند به‌عنوان یک ابزار جایگزین برای وثیقه عمل کند. اگرچه وام‌گیرندگان هنگام امضای قراردادهای وام مستقیماً پول نقد را تعهد نمی‌کنند، اما به‌عنوان تضمین بازپرداخت عمل می‌کند و سیگنال مثبتی را به بانک‌ها منتشر می‌کند (لیلاند و پیل^{۱۰}، ۱۹۷۷؛ لو^{۱۱} و همکاران، ۲۰۲۴). بانک‌های بزرگ ممکن است نسبت به نتایج سرمایه‌گذاری یک شرکت بدبین باشند و در قراردادهای وام، نرخ‌های بهره بالاتر یا دارایی‌های پرخطر کم‌تری را طلب کنند؛ بنابراین نگهداری وجهه بیش‌تر در دارایی‌های غیرریسکی مانند پول نقد، ظرفیت بدهی وام‌گیرنده را افزایش می‌دهد. دوم، وام‌گیرندگان در هنگام نگهداری وجه نقد بیش‌تر، قدرت چانه‌زنی قوی‌تری با بانک‌ها دارند زیرا آن‌ها گزینه بیرونی

تمرکز صرف بر مطالعاتی که رابطه مثبت ساده بین وجه نقد و ظرفیت بدهی را گزارش می‌کنند، بدون اشاره به این یافته‌های متناقض و غیرخطی، قوت تحلیلی مقاله را کاهش می‌دهد و باید در مقدمه و بحث و نتیجه‌گیری، این تصویر چندبعدی و گاه متعارض از ادبیات منعکس شود (فالاتا^۱ و همکاران، ۲۰۲۲). اصطلاح محدودیت مالی به این معنی است که محدودیت مالی از تأمین اعتبار برای همه سرمایه‌گذاری‌های مطلوب جلوگیری می‌کند. عدم توانایی در جمع‌آوری سرمایه برای یک سرمایه‌گذاری ممکن است به دلیل شرایط نامناسب اعتبار و عدم توانایی در گرفتن وام، یا عدم توانایی در انتشار سهام جدید یا وجود دارایی‌های غیرنقدی باشد (چن و ما^۲، ۲۰۲۱). با این وجود نمی‌توان محدودیت‌های مالی را با فشار مالی برابر کرد؛ اما سطح محدودیت‌های مالی متفاوت است به‌عنوان یک مکانیسم نظارتی و حاکمیتی، کنترل داخلی می‌تواند به‌طور مؤثر انگیزه نفع شخصی مدیریت را مهار کند و کاهش تعارض اصلی و عامل بهبود کارایی عملیاتی شرکت و کاهش عدم تقارن اطلاعات را به‌وجود آورد (چانگ^۳ و همکاران، ۲۰۱۵). شرکت‌های دارای محدودیت مالی ممکن است فرصت‌های سرمایه‌گذاری را که تقاضای سرمایه در یک بازه زمانی کوتاه دارند از دست بدهند. برای اطمینان از وجود نقدینگی کافی برای پروژه‌های آتی، در چنین موقعیتی چنین شرکت‌هایی ممکن است پول نقد پس‌انداز کنند یا بدهی فعلی خود را کاهش دهند تا ظرفیت بدهی افزایش یابد، به‌عنوان مثال، آن‌ها ممکن است پول نقد از وجوه داخلی خود را که در سال قبل به‌دست آورده‌اند پس‌انداز کنند تا از سرمایه کافی در سال‌های بعدی اطمینان حاصل کنند (آلمیدا^۴ و همکاران، ۲۰۰۴؛ دنی و سبیلیکوف^۵، ۲۰۱۰). آن‌ها ممکن است بدهی‌های معوق خود را بپردازند تا ظرفیت بدهی خود را در آینده افزایش دهند (آچاریا^۶ و همکاران، ۲۰۰۷)؛ بنابراین این سؤال در ذهن نقش خواهد بست که آیا محدودیت مالی تأثیری بر رابطه نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی دارد؟ در ادامه ساختار پژوهش ابتدا بسط مبانی نظری، فرضیه‌ها و مبانی تجربی پژوهش ارائه و در ادامه روش پژوهش و تعریف‌های عملیاتی متغیرهای پژوهش و نهایتاً یافته‌ها و نتیجه‌گیری پژوهش ارائه شده است.

1. Falato
2. Chen & Ma
3. Chung
4. Almeida
5. Deni & Sibilikov
6. Acharya

7. Kim
8. Myers
9. Chen
10. Leland & Pyle
11. Lu

دارای محدودیت مالی از این امر مستثنا خواهند شد، بنابراین محدودیت مالی می‌تواند رابطه میان نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی را تحت تأثیر خود قرار دهد (لو و همکاران، ۲۰۲۴)؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش حاضر به صورت زیر بیان شده است:

فرضیه دوم: محدودیت مالی بر رابطه میان نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی شرکت تأثیرگذار است.

لو و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی با عنوان ظرفیت بدهی، نگهداشت وجه نقد و محدودیت مالی این‌گونه بیان نمودند که رابطه مثبتی بین نگهداری وجه نقد و ظرفیت بدهی وجود دارد. علاوه بر این، شرکت‌های دارای محدودیت مالی از نگهداری وجه نقد کم‌تری در تهیه ظرفیت بدهی برخوردارند بنابراین نتایج نشان داد که نگهداری وجه نقد مکمل ظرفیت بدهی شرکت‌های دارای محدودیت مالی است (لو و همکاران، ۲۰۲۴).

تومار^۴ و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان ظرفیت بدهی و ارزش سرمایه‌گذاری این‌گونه بیان کردند که ظرفیت بدهی نشان‌دهنده میزان توانایی استقراض شرکت از بازارهای اعتباری است و زمانی که توان استقراض و بدهی شرکت بالا باشد می‌تواند انعطاف‌پذیری بالاتری در زمینه سرمایه‌گذاری با کارایی بالاتر داشته باشد و در این صورت ارزش سرمایه‌گذاری شرکت افزایش خواهد یافت (تومار و همکاران، ۲۰۲۳).

تسای^۵ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان توانایی مدیریت، محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداری وجه نقد این‌گونه بیان نمودند که یک مدیرعامل توانا که به‌طور مداوم در طی چندین سال عملکرد خوبی دارد، می‌تواند محدودیت‌های مالی شرکت را کاهش دهد. مدیران توانا ارزش‌داری‌های نقدی شرکت خود را بهبود می‌بخشند (تسای و همکاران، ۲۰۲۲).

چن و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با بررسی روابط میان ظرفیت بدهی و نگهداشت وجه نقد و محدودیت مالی این‌گونه بیان کردند که در مقایسه با سایر شرکت‌ها، شرکت‌های دارای محدودیت مالی کاهش نسبتاً کم‌تری در ظرفیت بدهی زمانی که وجه نقد بیش‌تری نگهداری می‌کنند نشان می‌دهند. دارایی‌های نقدی همچنین به شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمک می‌کند تا وام‌های بانکی بیش‌تری را با انواع مختلف بدهی دریافت کنند. باورهای ناهمگون در قراردادهای وام به توضیح این رابطه کمک می‌کند. درحالی‌که برخی از پیش‌بینی‌ها نشان می‌دهند که پول نقد می‌تواند به‌عنوان منبع تأمین مالی عمل کند و جایگزین ظرفیت بدهی شود، این مطالعه نشان می‌دهد که نگهداری وجه نقد نیز می‌تواند ظرفیت بدهی را تکمیل کند،

بهتری دارند (روشتوا^۱ و همکاران، ۲۰۱۸). به‌طورکلی، نگهداری وجه نقد ابزاری برای افزایش ظرفیت بدهی شرکت است؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش حاضر بدین گونه مطرح می‌گردد:
فرضیه اول: میان نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

۲-۲. محدودیت مالی، نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی

در سیستم اقتصادی جهان امروز، بحث محدودیت مالی مهم‌ترین موضوعی است که همه شرکت‌ها با آن روبرو هستند. محدودیت‌های مالی نمی‌توانند مترادف با فشار اقتصادی یا خطر ورشکستگی باشند، اگرچه این موارد بدون شک به محدودیت‌های مالی مربوط می‌شوند. وقتی شرکت‌ها حساسیت سرمایه‌گذاری به پول نقد داخلی را بین هزینه‌های مالی داخلی و خارجی افزایش می‌دهند، در تأمین مالی محدود هستند. کامل‌ترین و صریح‌ترین تعریف محدودیت مالی این است که شرکت‌ها زمانی با محدودیت تأمین مالی مواجه می‌شوند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده‌شده شکاف ایجاد شود. با این تعریف تمام شرکت‌ها را می‌توان به‌نوعی دارای محدودیت مالی دانست، اما سطوح محدودیت مالی متفاوت است (نصرت و بادآور نهندی، ۱۳۹۷).

محدودیت مالی می‌تواند در رابطه بین نگهداری وجه نقد و ظرفیت بدهی تأثیرگذار باشد (لو و همکاران، ۲۰۲۴). در واقع شرکت‌های دارای محدودیت مالی ممکن است ظرفیت بدهی و دارایی‌های نقدی را جایگزین هم نبینند. لینز^۲ و همکاران (۲۰۱۰) دریافتند که شرکت‌های کوچک‌تر پول نقد و خطوط اعتباری را جایگزین نمی‌دانند زیرا دسترسی کم‌تری به خطوط اعتباری از این طریق دارند (لینز و همکاران، ۲۰۱۰). شرکت‌های دارای محدودیت مالی هنوز هم از کاهش خطوط اعتباری به‌جای سوزاندن پول نقد به‌دلیل نگرانی از این‌که بانک‌ها ممکن است دسترسی آینده به این اعتبارات را محدود کنند استفاده می‌کنند. هارفورد^۳ و همکاران (۲۰۱۴) نشان دادند که شرکت‌های رتبه‌بندی نشده وجه نقد را به دلیل ریسک تأمین مالی مجدد حتی زمانی که استفاده نشده باشند نگه می‌دارند، خطوط اعتباری در مقایسه با سایر شرکت‌ها، شرکت‌های دارای محدودیت مالی در زمینه دریافت اعتبار نسبت به سایر شرکت‌ها از قدرت چانه‌زنی ضعیف‌تری برخوردارند (هارفورد و همکاران، ۲۰۱۴). از آنجایی‌که دارایی‌ها سیگنال مثبتی را به بانک‌ها ارسال می‌کنند که نگرانی‌های آن‌ها را کاهش می‌دهد و ظرفیت بدهی را افزایش می‌دهد، شرکت‌های

4. Tomar
5. Tsai

1. Rocheteau
2. Lins
3. Harford

زمانی که یک شرکت از نظر مالی محدود است (چن و همکاران، ۲۰۲۱).

زهیرا^۱ و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان تأثیر ظرفیت بدهی بر رشد شرکت این گونه بیان نمودند که ساختار سرمایه و رشد شرکت برای هر شرکتی مهم است، زیرا موفقیت شرکت به رشد آن بستگی دارد. نتایج این پژوهش رابطه معناداری بین بهره و ارزش بازار نشان داد. همچنین مشخص شد که پوشش بهره تأثیر منفی معناداری بر ارزش بازار دارد، اما نسبت بدهی به دارایی تأثیر مثبت ناچیزی بر ارزش بازار دارد (زهیرا و همکاران، ۲۰۲۱).

چن و ما (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان، محدودیت مالی، کنترل داخلی و چسبندگی هزینه این گونه بیان داشتند که مدیران فکر می کنند که حفظ منابع مؤثرتر از بازسازی منابع پس از آن است. با این حال، محدودیت های تأمین مالی عدم اطمینان زیادی را برای تصمیم گیری منابع ایجاد شده توسط مدیران ایجاد کرده است. نمونه پژوهش داده های شرکت های تولیدی در چین از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۷ است. نتایج پژوهش نشان داد که محدودیت مالی تأثیر قابل توجهی بر چسبندگی هزینه شرکت ها دارد. همچنین آزمون فرضیه دوم نشان داد که کیفیت کنترل داخلی پایین می تواند رابطه بین محدودیت مالی و چسبندگی هزینه را تشدید نماید (چن و ما، ۲۰۲۱).

فالانو و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان افزایش سرمایه نامشهود، کاهش ظرفیت بدهی و مازاد پس انداز شرکت های ایالات متحده این گونه بیان نمودند که تغییر به سمت سرمایه نامشهود، ظرفیت بدهی شرکت ها را کاهش می دهد و آن ها را به نگهداری وجه نقد بیشتر سوق می دهد (فالانو و همکاران، ۲۰۲۱).

میشائیل^۲ و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان اطلاعات نامتقارن، ظرفیت بدهی و ساختار سرمایه این گونه بیان کردند که انتخاب ساختار بدهی، انتخاب نامطلوب قبلی را در برابر خطر اخلاقی پس از آن متعادل می کند و یک ادغام طبیعی از تئوری های مبادله و توسعه مفاهیم تجربی جالب را فراهم می کند (میشائیل و همکاران، ۲۰۱۹).

کولا^۳ و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان نگهداشت وجه نقد و ساختار بدهی این گونه بیان کردند که نتایج ما از کمبود وثیقه به عنوان محرک پس انداز از اوراق قرضه صحبت می کند و نشان می دهد که بازار اوراق قرضه نقش مهمی در اجازه دادن به شرکت های ریسک پذیر برای به دست آوردن پول نقد بازی می کند (کولا و همکاران، ۲۰۱۸).

حیدری و همکاران (۱۴۰۳) در پژوهشی با بررسی نقش میانجی محدودیت مالی بر رابطه سنگربندی مدیران و سررسید بدهی این گونه بیان کردند که سنگربندی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر سررسید بدهی دارد. همچنین محدودیت مالی در رابطه بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی نقش میانجی جزئی دارد. یافته های پژوهش نشان می دهد وابستگی شرکت ها به دولت، هر دو رابطه سنگربندی مدیریت و محدودیت مالی و رابطه سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی ها را تضعیف می نماید.

اسماعیل پور (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان تأثیر محدودیت مالی و رقابت در بازار محصول بر وجوه نقد شرکت ها این گونه بیان نمودند که بین محدودیت مالی و نگهداشت وجه نقد رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد، همچنین بین شاخص رقابت صنایع و نگهداشت وجه نقد نیز رابطه ای معنادار و مثبتی وجود دارد. به منظور بررسی فرضیه سوم پژوهش، کلیه شرکت های حاضر در عضو نمونه را بر مبنای شاخص رقابت صنایع به دو دسته شرکت هایی با شاخص رقابت صنایع بال (صنایع پرقابلیت) و شرکت هایی با شاخص رقابت صنایع پایین (صنایع کم رقابلیت) دسته بندی نمودیم. نتایج نشان داد که رابطه بین محدودیت مالی و نگهداشت وجه نقد در شرکت هایی با صنایع رقابت بال ضعیف تر از شرکت هایی با صنایع رقابت پایین است.

فروندی و قجر بیگی (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر پریشانی مالی و محدودیت مالی بر اعتبار تجاری شرکت ها این گونه بیان داشتند که اعتبار تجاری نقش مهمی در فعالیت های تجاری هر بنگاه دارد و نشان دهنده میزان اعتماد تأمین کنندگان و اعتباردهندگان به بنگاه تجاری است و ابزار تأمین مالی کوتاه مدت هست. نتایج آزمون فرضیه ها نشان داد که پریشانی مالی تأثیر مثبت و معناداری بر حساب های پرداختی و تأثیر منفی و معناداری بر حساب های دریافتی دارد. همچنین محدودیت مالی تأثیر مثبت و معناداری بر حساب های دریافتی دارد؛ اما نتایج شواهد محکمی مبنی بر تأثیرگذاری محدودیت مالی بر حساب های پرداختی نشان نداد. نتایج این مطالعه تایید می کند که وضعیت مالی شرکت ها و به طور ویژه پریشانی مالی و محدودیت مالی نقش مهمی در سیاست های تأمین مالی و تأمین اعتبارات تجاری دارند.

رستمی و رضایی (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان تأثیر رتبه کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب بر ظرفیت بدهی این گونه بیان نمودند که رتبه کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب بر ظرفیت استقراض شرکت تأثیر معنادار مثبت دارد؛ بنابراین شرکت های با رتبه افشا بالاتر ظرفیت قرض گیری بالاتری نیز دارا هستند.

1 Zhira
2. Michael
3. Colla

سرمایه‌گذاری نباشند. نهایتاً ۱۴۱ شرکت به‌عنوان نمونه نهایی پژوهش انتخاب شده است. تحلیل داده‌ها با استفاده از روش داده‌های ترکیبی و با رویکرد پنل دیتا و با استفاده از نرم‌افزار ایویوز ۱۲ و ابزار نیرومند استاندارد در آزمون فرضیه‌ها صورت پذیرفته است.

۳-۱. تعریف‌های عملیاتی متغیرهای پژوهش

۳-۱-۱. متغیر وابسته پژوهش: ظرفیت بدهی شرکت‌ها (DC)

ظرفیت بدهی منابع مالی مطلوبی برای شرکت‌ها محسوب می‌شود، اما ظرفیت بدهی سنجش آن به سهولت ممکن نیست. ظرفیت استقراضی یک شرکت به توان به‌دست آوردن جریان‌های نقدی آتی بستگی دارد. این وجه نقد باید به‌اندازه‌ای باشد که بتوان از طریق آن، مبالغ ثابت پرداختی به اعتباردهندگان و صاحبان اصلی شرکت را پوشش داد. ظرفیت بدهی چگونگی عملکرد واحد تجاری در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب را تعیین می‌کند. ظرفیت بدهی عبارت است از مقدار بدهی که شرکت در منابع تأمین مالی خود می‌تواند ایجاد کند، به‌گونه‌ای که آن شرکت را از نظر نقدی دچار مشکلات مالی و نقصان در بازپرداخت بدهی نکند. افزایش ظرفیت بدهی شرکت در نهایت منجر به بهبود انعطاف‌پذیری مالی شرکت می‌شود. پژوهش حاضر نیز در این راستا برای سنجش ظرفیت بدهی به‌عنوان متغیر وابسته پژوهش حاضر مشابه پژوهش قبلی مانند رحمانی و همکاران (۱۳۹۱)؛ رستمی و رضایی (۱۳۹۸)، از مدل قبلاً توسعه داده شده فرانک و گویال (۲۰۰۹) و مارچیکا و مورا (۲۰۱۰) به شرح زیر بهره گرفته است:

رابطه (۱)

$$LEV_{it} = \beta_0 LEV_{it-1} + \beta_1 LndLEV_{it} + \beta_2 M/Bit + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 Tanit + \beta_5 Profitability_{it} + \beta_6 Inflation_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق:

LEV_{it} : نشان‌دهنده نسبت کل بدهی به کل دارایی‌های شرکت.
 LEV_{it-1} : نشان‌دهنده نسبت کل بدهی به کل دارایی‌های شرکت سال قبل.
 $LndLEV_{it}$: میانه بدهی شرکت‌های حاضر در صنعت.
 M/Bit : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نشان‌دهنده فرصت‌های رشد شرکت که از طریق مجموع بدهی و ارزش بازار سهام به جمع دارایی‌ها مورد سنجش قرار می‌گیرد.

بهبهانی‌نیا و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان رابطه بین انتخاب ساختار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی و ظرفیت بدهی این‌گونه بیان نمودند که شرکت‌های کوچک، نسبت به شرکت‌های بزرگ، برای تأمین مالی بیش‌تر از انتشار سهام استفاده می‌کنند. علاوه بر این، نظریه سلسله‌مراتب در میان شرکت‌هایی که نگرانی در مورد ظرفیت بدهی ندارند بهتر عمل خواهد کرد.

پیری و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر سطح نگهداشت منابع نقدی بر ظرفیت بدهی و ارائه مدلی نوین برای ظرفیت بدهی این‌گونه بیان نمودند که انعطاف‌پذیری مالی داخلی به‌طور مستقیم به چگونگی استفاده از وجوه نقد، ظرفیت بدهی و اثر متقابل آن‌ها در شرایط مواجهه با بحران و شوک‌های خارجی بستگی دارد. ظرفیت بدهی به‌عنوان یکی از عوامل تعیین‌کننده انعطاف‌پذیری مالی داخلی، عبارت است از مقداری بدهی که شرکت در منابع تأمین مالی خود می‌تواند ایجاد کند به‌گونه‌ای که آن شرکت را از نظر نقدی دچار مشکلات مالی و نقصان در بازپرداخت بدهی‌ها نکند. نتایج حاصل حاکی از آن است که سطح نگهداشت منابع نقدی به‌عنوان یکی از عوامل مؤثر در تعیین ظرفیت بدهی شرکت‌ها هست.

سعیدی و آبشت (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان ظرفیت بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران این‌گونه بیان نمودند که ظرفیت بدهی عبارت است از مقدار بدهی که شرکت در منابع تأمین مالی خود می‌تواند ایجاد کند، به‌گونه‌ای که آن شرکت را از نظر نقدی دچار مشکلات مالی و نقصان در بازپرداخت بدهی‌ها نکند. نتایج پژوهش وجود ارتباط معنادار بین پنج متغیر برشمرده شده و ظرفیت بدهی را تایید می‌کند. در ادامه نیز برای هر یک از صنایع مدلی ارائه شده که ظرفیت بدهی (به‌صورت درصد بدهی به جمع دارایی‌ها) را محاسبه می‌کند.

۳. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر کاربردی و از بعد روش‌شناسی، همبستگی از نوع علی (پس‌رویدادی) است. جامعه آماری مورد بررسی در این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره مورد بررسی نیز سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ هست. شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای شرایط زیر هستند به‌عنوان نمونه انتخاب شده است، به‌منظور قابل‌مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها پایان اسفند باشد. در دوره (۱۰ ساله) مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب‌شده در این پژوهش در دسترس باشد. جزو بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های

Cashholding: خالص جریان وجه نقد شرکت تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت.

Total Assets: کل دارایی‌های شرکت.

DIY: نسبت سود تقسیمی شرکت به دارایی‌ها.

LEV: کل بدهی‌های شرکت تقسیم بر کل دارایی‌ها.

M/B: نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری (نصرت و بادآورنهندی، ۱۳۹۷).

۳-۱-۴. متغیرهای کنترلی پژوهش

به تبعیت از پژوهش لو (۲۰۲۴) و رستمی و رضایی (۱۳۹۸) مدل رگرسیونی زیر جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش طراحی شده است:

اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

بازده دارایی‌ها (ROA): سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها.

رشد فروش (Growth): درآمد فروش منهای فروش دوره قبل تقسیم بر فروش دوره قبل.

سن شرکت (Age): لگاریتم طبیعی اختلاف سال تأسیس از سال موردنظر.

استقلال هیئت‌مدیره (Boardind): نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل اعضا.

نرخ بازده سهام (RET): قیمت سهام دوره منهای دوره قبل به‌علاوه عایدات سهام تقسیم بر قیمت سهام دوره قبل.

رشد شرکت (M/B): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری صاحبان سهام.

۳-۲. مدل رگرسیونی آزمون فرضیه‌های پژوهش

به تبعیت از پژوهش لو (۲۰۲۴) مدل‌های رگرسیونی زیر جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش طراحی شده است:

مدل آزمون فرضیه اول

$$DCit = \beta_0 + \beta_1 \text{Cashit} + \beta_2 \text{SIZEit} + \beta_3 \text{ROAit} + \beta_4 \text{Growthit} + \beta_5 \text{Ageit} + \beta_6 \text{Boarindit} + \beta_7 \text{RETit} + \beta_8 \text{[M/B]it} + \epsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه دوم

$$DCit = \beta_0 + \beta_1 \text{Cashit} + \beta_2 \text{Kzit} + \beta_3 \text{Cashit} \times \text{Kzit} + \beta_4 \text{SIZEit} + \beta_5 \text{ROAit} + \beta_6 \text{Growthit} + \beta_7 \text{Ageit} + \beta_8 \text{Boarindit} + \beta_9 \text{RETit} + \beta_{10} \text{[M/B]it} + \epsilon_{it}$$

۴. یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش شامل آمار توصیفی و آمار استنباطی است که در ادامه در جداول آماری مربوطه ارائه شده است.

SIZEit: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در نظر گرفتن تأثیر اندازه شرکت بر فرآیند تأمین مالی.

Tanit: نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها قابلیت وثیقه‌گذاری دارایی‌ها.

Profitabilityit: سود قبل از بهره و مالیات به جمع دارایی‌ها.

Inflationit: نرخ تورم سال، بر اساس رشد شاخص مصرف‌کننده طبق اعلام بانک مرکزی.

εit: سایر عوامل (باقی‌مانده مدل).

و درنهایت به‌منظور تعیین ظرفیت بدهی شرکت‌های نمونه پژوهش، از پسماندهای رگرسیونی مدل مذکور در دوره پژوهش برای هر شرکت استفاده شده است (رستمی و رضایی، ۱۳۹۸).

۳-۱-۲. متغیر مستقل پژوهش: نگهداشت وجه نقد (Cash)

به تبعیت از لیو^۱ و همکاران (۲۰۲۴) و سپاسی و همکاران (۱۳۹۴) از نسبت وجه نقد پایان سال تقسیم بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود (سپاسی و همکاران، ۱۳۹۴).

۳-۱-۳. متغیر تعدیل‌گر پژوهش: محدودیت مالی (KZ)

شرکت‌ها زمانی در محدودیت مالی هستند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده‌شده با یک شکاف روبرو باشند، بر اساس این تعریف، می‌توان تمام شرکت‌ها را به‌عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی تلقی کرد اما سطوح محدودیت‌های مالی متفاوت است شرکت‌های با محدودیت مالی کم‌تر آن‌هایی هستند که از دارایی‌های با قابلیت نقد شوندگی بالاتری برخوردارند و خالص دارایی آن‌ها بالا است. در این پژوهش محدودیت مالی متغیر دو ارزشی (۰ و ۱) هست که برای اندازه‌گیری محدودیت مالی مطابق پژوهش نصرت و بادآورنهندی (۱۳۹۷) از شاخص کاپلان و زینگلاس که توسط راعی و حصار زاده (۱۳۸۸) برای محیط ایران بومی‌سازی شده است و توسط رابطه زیر محاسبه می‌شود، استفاده شده است. نهایتاً مقادیر نمره KZ از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب‌شده و سپس به پنج قسمت تقسیم کرده و شرکت‌های موجود در پنجک چهار و پنج به‌عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی شناسایی می‌شوند:

رابطه (۲)

$$KZ = 17.33 - 37.486 * (\text{Cashholding} / \text{Total Assets}) - 15.21 * (\text{DIY} / \text{Total Assets}) + 3.39 * \text{LEV} - 1.402 * (\text{M/B})$$

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table 1. Descriptive statistics of research variables

کشیدگی Kurtosis	چولگی Skewness	انحراف معیار Standard Deviation	کم‌ترین Minimum	بیش‌ترین Maximum	میانگین Average	نماد Symbol	نام متغیر Variable Name
2.94	-0.068	0.14	-0.31	0.38	0.003	DC	ظرفیت بدهی Debt Capacity
5.38	1.66	0.045	0.002	0.19	0.045	Cash	نگهداشت وجه نقد Cash Holding
1.16	0.40	0.49	0.0000	1.00	0.40	KZ	محدودیت مالی Financial Constraints
2.93	0.50	1.78	11.57	19.61	15.24	SIZE	اندازه شرکت Company Size
2.76	0.58	0.15	-0.10	0.54	0.16	ROA	بازده دارایی‌ها Return on Assets
3.11	0.72	0.45	-0.32	1.52	0.39	Growth	رشد فروش Sales Growth
2.43	-0.60	.33	2.83	4.18	3.69	AGE	عمر شرکت Company AGE
2.89	-0.79	0.17	0.20	0.80	0.63	Boardind	استقلال هیئت‌مدیره Independence of the Board of Directors
4.67	1.61	1.16	-0.42	3.84	0.69	RET	نرخ بازده Rate of Return
4.02	1.45	4.20	1.10	15.54	5.00	M/B	رشد شرکت Company Growth

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول ۲ قابل‌مشاهده است، جمع کل سال-شرکت‌های موردبررسی برابر با ۱۴۱۰ هست که از بین آن‌ها تعداد ۵۶۵ سال-شرکت معادل ۴۰,۰۰ درصد از سال-شرکت‌ها، دارای محدودیت مالی بوده و ۸۴۵ سال-شرکت یعنی ۶۰/۰۰ درصد دارای محدودیت مالی نبوده‌اند.

جدول ۳. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

Table 3. The results of the heterogeneity of variance test

نتیجه آزمون Test Result	سطح معنی‌داری Significance Level	آماره آزمون Test Statistic	مدل آزمون Test Model
عدم وجود ناهمسانی واریانس Absence of Variance Heterogeneity	0.0000	86.88	مدل اول پژوهش First Research Model
وجود ناهمسانی واریانس Existence of Variance Heterogeneity	0.0000	88.18	مدل دوم پژوهش Second Research Model

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل در جدول ۳ نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری آزمون ناهمسانی واریانس در مدل‌های پژوهش کم‌تر از ۵ درصد هست و بیان‌گر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاقی است که این مشکل در تخمین نهایی مدل‌ها با اجرای دستور

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر رشد فروش برابر با (۰/۳۹) صدم هست که نشان می‌دهد بیش‌تر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به‌طورکلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای رشد شرکت برابر (۴/۲۰) و برای نگهداشت وجه نقد (۰/۰۴۵) هست که نشان می‌دهد این دو متغیر به‌ترتیب دارای بیش‌ترین و کم‌ترین انحراف معیار هستند. کمینه و بیشینه نیز کم‌ترین و بیش‌ترین را در هر متغیر نشان می‌دهد.

جدول ۲. توزیع فراوانی متغیر محدودیت مالی شرکت
Table 2. Frequency distribution of the company's financial limit variable

درصد فراوانی Percentage Frequency	فراوانی Frequency	کد Code	شرح Description
40.00	565	1	محدودیت مالی دارد Has Financial Constraints
60.00	845	0	محدودیت مالی ندارد No Financial Restrictions
100	1410	-	جمع کل Total

منبع: یافته‌های پژوهش

gls و همچنین استفاده از امکانات ابزار نیرومند استاندارد در نرم‌افزار ایویوز ۱۲، مرتفع شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی
Table 4. Serial autocorrelation test results

نتیجه آزمون Test Result	سطح معنی‌داری Significance Level	آماره آزمون Test Statistic	مدل آزمون Test Model
وجود خودهمبستگی سریالی The Existence of Serial Autocorrelation	0.0000	24.40	مدل اول پژوهش First Research Model
وجود خودهمبستگی سریالی The Existence of Serial Autocorrelation	0.0000	26.37	مدل دوم پژوهش Second Research Model

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج جدول ۴، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون خودهمبستگی سریالی در مدل‌های پژوهش با سطح معناداری کمتر از ۵ درصد بیان‌گر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل می‌باشد که در مدل نهایی مرتفع شده است (افلاطونی، ۱۳۹۷).

جدول ۵. آزمون مانایی (لوین، لین و چو) متغیرهای پژوهش
Table 5. Manai test (Levin, Lin and Chu) research variables

نتیجه Result	سطح معناداری Significance Level	آماره آزمون Test Statistic	نماد Symbol	نام متغیر Variable Name
مانا است	0.0000	-22.4211	DC	ظرفیت بدهی Debt Capacity
مانا است	0.0000	-15.2267	Cash	نگهداشت وجه نقد Cash Holding
مانا است	0.0000	-12.0458	KZ	محدودیت مالی Financial Constraints
مانا است	0.0000	-10.2875	SIZE	اندازه شرکت Company Size
مانا است	0.0000	-8.72163	ROA	بازده دارایی‌ها Return on Assets
مانا است	0.0000	-8.63783	Growth	رشد فروش Sales Growth
مانا است	0.0000	-92.3819	AGE	عمر شرکت Company AGE
مانا است	0.0000	-3.10681	Boardind	استقلال هیئت‌مدیره Independence of the Board of Directors
مانا است	0.0000	-20.2374	RET	نرخ بازده Rate of Return
مانا است	0.0000	-12.1332	M/B	رشد شرکت Company Growth

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در جدول ۵ مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری متغیرها در آزمون مانایی کمتر از ۵ درصد بوده و بیان‌گر مانا بودن متغیرها است.

جدول ۶. نتایج آزمون اف لیمر (چاو)
Table 6. The results of the F-Limer test (Chow)

نتیجه آزمون Test Result	سطح معنی‌داری Significance Level	آماره آزمون Test Statistic	مدل آزمون Test Model
پذیرش الگوی داده‌های تابلویی Acceptance of the Panel Data Model	0.0000	1.78	مدل اول پژوهش First Research Model
پذیرش الگوی داده‌های تابلویی Acceptance of the Panel Data Model	0.0004	1.524	مدل دوم پژوهش Second Research Model

منبع: یافته‌های پژوهش

تابلویی است که جهت حصول اطمینان نیاز به ارائه آزمون هاسمن هست که در ادامه ارائه شده است (افلاطونی، ۱۳۹۷).

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۶ مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون چاو برای مدل‌های آزمون فرضیه‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و بیان‌گر پذیرش الگوی داده‌های

جدول ۷. نتایج آزمون هاسمن
Table 7. Hausman test results

نتیجه آزمون Test Result	سطح معنی‌داری Significance Level	آماره آزمون Test Statistic	مدل آزمون Test Model
اثرات ثابت عرض از مبدأ Constant Width Effects From The Origin	0.001	25.510	مدل اول پژوهش First Research Model
اثرات ثابت عرض از مبدأ Constant Width Effects From The Origin	0.015	18.817	مدل دوم پژوهش Second Research Model

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و بیان‌گر پذیرش اثرات ثابت است.

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۷ مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون هاسمن در مدل‌های آزمون

جدول ۸. نتیجه آزمون فرضیه اول پژوهش
Table 8. The result of the first research hypothesis test

$$DC_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Boarind_{it} + \beta_7 RET_{it} + \beta_8 M/B_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته: ظرفیت بدهی Dependent Variable: Debt Capacity						
VIF	سطح معناداری Significance Level	آماره T T-Statistic	خطای استاندارد Standard Error	ضرایب Coefficients	نماد Symbol	نام متغیر Variable Name
1.07	0.0000	22.8	0.034	0.79	Cash	نگهداشت وجه نقد Cash Holding
1.11	0.086	-1.71	0.004	-0.006	SIZE	اندازه شرکت Company Size
1.18	0.002	3.09	0.028	0.087	ROA	بازده دارایی‌ها Return on Assets
1.25	0.72	-0.34	0.008	-0.002	Growth	رشد فروش Sales Growth
1.02	0.88	0.14	0.075	0.010	AGE	عمر شرکت Company Age
1.01	0.050	1.96	0.022	0.043	Boarind	استقلال هیئت‌مدیره Independence of the Board of Directors
1.42	0.043	-2.02	0.002	-0.004	RET	نرخ بازده Rate of Return
1.48	0.99	-0.007	0.0009	-0.00007	M/B	رشد شرکت Company Growth
-	0.99	0.005	0.23	0.001		عرض از مبدأ Width From the Origin
				0.31		ضریب تعیین Coefficient of Determination
				2.08		دوربین واتسون Durbin-Watson
				3.4625		آماره F F-Statistic
				0.0000		سطح معناداری Significance Level

منبع: یافته‌های پژوهش

واتسون برابر عدد ۲/۰۸ هست و از این رو که مابین عدد ۱/۵۰ تا ۲/۵۰ می‌باشد، نشان می‌دهد که بین جملات اخلال مدل خودهمبستگی شدیدی وجود ندارد. آماره هم‌خطی زیر عدد ۵ هست که نشان می‌دهد همبستگی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. آماره آزمون (F) با سطح معناداری زیر ۵ درصد نشان می‌دهد که مدل پژوهش از برازش مناسبی برخوردار است.

نتایج جدول ۸ نشان می‌دهد که متغیر نگهداشت وجه نقد با ضریب مثبت (۰/۷۹) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰/۰۰۰۰) رابطه مستقیم با ظرفیت بدهی شرکت دارد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود. متغیرهای کنترلی نرخ بازده سهام و بازده دارایی‌ها با سطح معناداری زیر ۵ درصد رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش دارند. ضریب تعیین برابر با ۳۱ درصد هست که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. همچنین مقدار دوربین

جدول ۹. نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش

Table 9. The result of the second hypothesis test of the research

$$DC_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{it} + \beta_2 KZ_{it} + \beta_3 Cash_{it} \times KZ_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Boardind_{it} + \beta_9 RET_{it} + \beta_{10} M/B_{it} + \epsilon_{it}$$

متغیر وابسته: ظرفیت بدهی Dependent Variable: Debt Capacity						
VIF	سطح معناداری Significance Level	آماره T T-Statistic	خطای استاندارد Standard Error	ضرایب Coefficients	نماد Symbol	نام متغیر Variable Name
1.57	0.0000	22.2	0.036	0.81	Cash	نگهداشت وجه نقد Cash Holding
3.90	0.0001	3.93	0.008	0.033	KZ	محدودیت مالی Financial Constraints
2.17	0.011	2.54	0.13	0.33	Cash×KZ	ضریب تعاملی Interactive Coefficient
1.18	0.004	-2.86	0.004	-0.011	SIZE	اندازه شرکت Company Size
1.55	0.0003	3.58	0.032	0.11	ROA	بازده دارایی‌ها Return on Assets
1.28	0.81	-0.22	0.008	-0.001	Growth	رشد فروش Sales Growth
1.03	0.40	0.83	0.078	0.065	AGE	عمر شرکت Company Age
1.03	0.068	1.82	0.022	0.040	Boardind	استقلال هیئت‌مدیره Independence of the Board of Directors
1.43	0.17	-1.36	0.002	-0.003	RET	نرخ بازده Rate of Return
2.14	0.095	1.66	0.001	0.001	M/B	رشد شرکت Company Growth
-	0.51	-0.64	0.24	-0.16		عرض از مبدأ Width From the Origin
				0.32		ضریب تعیین Coefficient Of Determination
				2.09		دوربین واتسون Durbin-Watson
				3.5098		آماره F F-Statistic
				0.0000		سطح معناداری Significance Level

منبع: یافته‌های پژوهش

پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود. تعامل نگهداشت وجه نقد و محدودیت مالی با ضریب مثبت (۰/۳۳) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰/۰۰۰۰) تأثیر مستقیم بر ظرفیت

نتایج جدول ۸ نشان می‌دهد که متغیر نگهداشت وجه نقد با ضریب مثبت (۰/۸۱) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰/۰۰۰۰) رابطه مستقیم با ظرفیت بدهی شرکت دارد؛ بنابراین فرضیه اول

را در زمان‌هایی برای گسترش استفاده کنند. با توجه به نتایج آماری مشاهده گردید که در واقع نگهداشت وجه نقد بر ایجاد ظرفیت بدهی شرکت تأثیرگذار است. در واقع از دید اعتباردهندگان شرکت‌هایی که از وجه نقد بالاتری برخوردارند بهتر می‌توانند پاسخگوی پرداخت بدهی‌های خود باشند؛ بنابراین ظرفیت بالاتری در ایجاد بدهی خواهند داشت. همچنین مشاهده گردید محدودیت مالی در شرکت‌ها از موانع سرمایه‌گذاری کارا هست که با ورود به رابطه میان نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی می‌تواند تأثیرگذاری نگهداشت وجه نقد بر ظرفیت بدهی را کاهش دهد. نتایج با نتایج پژوهش لو و همکاران (۲۰۲۴) و چن و همکاران (۲۰۲۱) و استبرق و همکاران (۱۴۰۱) همسو است. با توجه به نتایج بررسی‌ها و اهمیت مدیریت دقیق بدهی در تأمین مالی شرکت‌ها، پیشنهاد می‌گردد مدیران شرکت‌ها برای افزایش ظرفیت بدهی و بهره‌گیری مؤثر از منابع مالی خارجی، ابتدا یک ارزیابی جامع و دقیق از توان بازپرداخت بدهی‌های خود انجام دهند. این ارزیابی باید شامل تحلیل جریان‌های نقدی، پیش‌بینی درآمدها و هزینه‌ها، و برآورد میزان نقدینگی مورد نیاز برای نگهداشت وجه نقد به‌منظور ارائه تضمین کافی به اعتباردهندگان باشد. با تعیین دقیق ظرفیت بازپرداخت، شرکت می‌تواند توانایی خود را در قبال تعهدات مالی اثبات کند و اعتماد سرمایه‌گذاران و بانک‌ها را جلب نماید. همچنین توصیه می‌شود در کنار این ارزیابی، مدیران با تدوین نقشه بدهی و برنامه‌ریزی مالی بلندمدت، ساختار بهینه‌ای از بدهی‌ها ایجاد کنند که هماهنگ با اهداف کلان و استراتژی‌های توسعه شرکت باشد. از سوی دیگر، مقابله به‌موقع با محدودیت‌های مالی و اجرای راهبردهای مدیریت ریسک در تأمین مالی از اهمیت بسزایی برخوردار است. مدیریت درست بدهی شامل برنامه‌ریزی برای کاهش هزینه‌های ناشی از بهره، مذاکره مستمر با اعتباردهندگان جهت بهبود شرایط پرداخت، و اطمینان از تداوم جریان نقدینگی است که می‌تواند اثرات سوء محدودیت مالی را به حداقل برساند. این تدابیر موجب حفظ سلامت مالی شرکت و تضمین روند پایداری سرمایه‌گذاری و عملکرد عملیاتی شده و در نهایت ظرفیت بدهی شرکت را در شرایط پیچیده و رقابتی بازار بهبود می‌بخشد. بدین ترتیب، اتخاذ رویکردی تخصصی و سیستماتیک در مدیریت مالی و بدهی، عامل تعیین‌کننده موفقیت در بهره‌مندی از منابع مالی خارجی و تأکید بر توان عملیاتی و بازپرداخت شرکت است. به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌گردد به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و تخصص حساب‌رسان بر ظرفیت بدهی شرکت پرداخته و نتایج را با نتایج پژوهش حاضر مقایسه نمایند.

بدهی شرکت دارد؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود؛ در واقع محدودیت مالی نقش تعدیل‌گری بر رابطه میان نگهداشت وجه نقد و ظرفیت بدهی دارد. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها با سطح معناداری زیر ۵ درصد رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش دارند. ضریب تعیین برابر با ۳۲ درصد هست که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. همچنین مقدار دوربین واتسون برابر عدد ۲،۰۹ هست و از این‌رو که مابین عدد ۱/۵۰ تا ۲/۵۰ می‌باشد، نشان می‌دهد که بین جملات اخلاص مدل خودهمبستگی شدیدی وجود ندارد. آماره هم‌خطی زیر عدد ۵ هست که نشان می‌دهد همبستگی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. آماره آزمون (F) با سطح معناداری زیر ۵ درصد نشان می‌دهد که مدل پژوهش از برازش مناسبی برخوردار است.

۵. بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

هدف پژوهش حاضر بررسی این مورد است که نگهداشت وجه نقد چه تأثیری بر ظرفیت بدهی شرکت داشته و در این بین محدودیت مالی می‌تواند تأثیری بر این رابطه بگذارد یا خیر. مسائل گوناگون در سطح داخل و خارج از شرکت بر کسب‌وکار آن‌ها تأثیرگذار است و می‌بایست این خطرات پیش‌بینی و برای اثرات سوء آن بر عملیات کسب‌وکار شرکت تمهیداتی اندیشیده شود. در بازارهای کارا و کامل و در تئوری‌ها و مبانی نظری اذعان شده است که سیاست مالی یک شرکت، از جمله ساختار و ظرفیت بدهی آن، هیچ تأثیری بر تصمیم سرمایه‌گذاری آن ندارد، با این حال، در دنیای واقعی با بازارهای ناقص، سیاست مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری به‌طور قابل توجهی به هم مرتبط هستند، زیرا مشکلات ذاتی نمایندگی، مرتبط با سطح بدهی، انگیزه‌هایی را برای سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد یا سرمایه‌گذاری کم ایجاد می‌کند. ارزش یک تجارت با دارایی‌های موجود آن همراه با فرصت‌های رشد تعریف می‌شود. شرکت‌ها ممکن است برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی، ظرفیت بدهی خود را حفظ کنند. شرکت‌هایی که دارای بودجه داخلی کم‌تری هستند، ظرفیت بدهی خود را به‌جای حفظ آن تمام می‌کنند و باعث می‌شود که آن‌ها نتوانند در مقابل، شرکت‌ها با صندوق‌های داخلی بیش‌تر توقف کنند، بخشی از ظرفیت بدهی خود را حفظ می‌کنند و به آن‌ها امکان می‌دهد از فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کنند. شرکت‌های دارای محدودیت مالی به‌طور مؤثری در معرض خطر هستند و باید از آن محافظت کنند. شرکت‌های کمتر مولد و با سرمایه بالاتر، می‌توانند ظرفیت بدهی آزاد خود

تضاد منافع

نویسندگان ضمن رعایت اخلاق نشر در ارجاع‌دهی، نبود تضاد منافع را اعلام می‌دارند.

منابع

- strategies to reduce underinvestment problems. *Financial Accounting*, 30, 65-93. [In Persian]
- Ismailpour, K. (2021). The effect of financial constraints and product market competition on companies' cash. *Management, Accounting and Economics*, 3, 73-85. [In Persian]
- Kim, E. H. (1978). A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *Journal of Finance*, 33(1), 45-63.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2019). Asymmetric information, debt capacity, and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(1), 31-59.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tufano, P. (2010). What drives corporate liquidity? An international survey of cash holdings and lines of credit. *Journal of Financial Economics*, 98(1), 160-176.
- Lu, C. L., Chen, H. C., Chou, R. K., & Lin, C. Y. (2024). Debt capacity, cash holdings and financial constraints. *Journal of Business Finance & Accounting*, 51(7-8), 2020-2054.
- Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39(4), 1339-1365.
- Meshki Miavaghi, M., & Sanayei, M. (2015). Investigating the effect of deviation from the optimal level of cash holding on the value of cash. *Financial Management Strategy*, 4(13), 103-120. [In Persian].
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Nusrat, Q., & Badavar Nehandi, Y. (2017). The relationship between corporate governance and company growth with an emphasis on the role of financial constraints. *Journal of Development and Transformation Management*, 33, 25-35. [In Persian].
- Piri, P., Mansoorfar, G., & Barzegari Sedighani, S. (2016). Investigating the effect of maintaining cash resources on debt capacity and providing a new model for debt capacity (Case study: Companies admitted to Tehran Stock Exchange). *Financial Accounting Empirical Research*, 24, 219-235. [In Persian]
- Rocheteau, G., Wright, R., & Zhang, C. (2018). Corporate finance and monetary policy. *American Economic Review*, 108(5), 1147-1186.
- Rostami, W., & Rezaei, L. (2018). The effect of disclosure quality rating and appropriate information on debt capacity. *Knowledge of Financial Accounting*, 6(1), 107-136. [In Persian]
- Rostami, W., & Rezaei, L. (2018). The effect of disclosure quality rating and appropriate information on debt capacity. *Knowledge of Financial Accounting*, 6(1), 107-136. [In Persian]
- Saedi, A., & Abshet, K. (2012). Debt capacity in companies admitted to Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Reviews*, 72, 43-64. [In Persian]
- Sepasi, S., Ismaili Kajani, M., & Safi Khani, R. (2014). Inflation, operating cycle and cash holdings. Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16, 515-554.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59, 1777-1804.
- Behbahani Nia, P. S., Akbarian Shorkai, R., & Hosseinzadeh, F. (2017). The relationship between capital structure selection, information asymmetry and debt capacity in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Management Perspective*, 24, 34-39. [In Persian]
- Chen, Y., & Ma, Y. (2021). Financing constraints, internal control quality and cost stickiness. *Journal of Business Economics and Management*, 22(5), 1231-1251.
- Chung, K. H., Kim, J. C., Kim, Y. S., & Zhang, H. (2015). Information asymmetry and corporate cash holdings. *Journal of Business Finance and Accounting*, 42, 1341-1377.
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- Dong, X., Chan, K. C., Cui, Y., & Guan, J. X. (2021). Strategic deviance and cash holdings. *Journal of Business Finance and Accounting*, 48(5-6), 742-782.
- Falato, A., Kadyrzhanova, D., Sim, J., & Steri, R. (2022). Rising intangible capital, shrinking debt capacity, and the US corporate savings glut. *Journal of Finance*, 77(5), 2799-2852.
- Farnoudi, I., & Ghajarbigi, M. (2022). Investigating the effect of financial distress and financial restrictions on the commercial credit of Tehran Stock Exchange companies. *New Research Approaches in Management and Accounting*, 9(70), 111-129. [In Persian]
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, W. F. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *Journal of Finance*, 69(3), 975-1012.
- Hartman-Glaser, B., Mayer, S., & Milbradt, K. (2025). A theory of cash flow-based financing with distress resolution. *Review of Economic Studies*, rda009.
- Heydari, F., Kazemi Olum, M., & Khatanlo, M. (2023). Mediating effect of financial constraints on the relationship between management entrenchment and debt maturity with the interactive role of state-affiliated companies. *Government Accounting*, 10(2), 192-212. [In Persian]
- Hijazi, R., Valizadeh Larijani, A., & Kimasi, F. (2015). The role of debt capacity in choosing effective

ability, financial constraints, and the value of cash holding. *Applied Economics Letters*, 29(5), 462-468.

Accounting and Auditing Reviews, 22(4), 441-460.
[In Persian]
Tsai, J. F., Mai, N. T., & Bui, D. G. (2022). Managerial