



## ***The Mediating Effect of Financial Constraints on the Relationship between Management Entrenchment and Debt Maturity with the Interactive Role of State-Affiliated Companies***

Faramarz Heydari<sup>1</sup>, Mahdi Kazemiolum<sup>2</sup>, Mohsen Khotanlou<sup>3\*</sup>

1. M.Sc. Department of Accounting, Faculty of Economics and Social Sciences, Bu-Ali Sina University, Hamedan, Iran. (fara.h.182147@gmail.com).

2. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics and Social Sciences, Bu-Ali Sina University, Hamedan, Iran. (m.kazemiolum@basu.ac.ir).

3. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics and Social Sciences, Bu-Ali Sina University, Hamedan, Iran.

### **Corresponding Author:**

Mohsen Khotanlou

Email: [mkhotanlou@basu.ac.ir](mailto:mkhotanlou@basu.ac.ir)

Received: 2023/10/15

Accepted: 2024/03/15

### **How to Cite:**

Heydari, F; Kazemiolum, M; Khotanlou, M; (2024). The Mediating Effect of Financial Constraints on the Relationship between Management Entrenchment and Debt Maturity with the Interactive Role of State-Affiliated Companies, *Governmental Accounting*, 10 (20), 191-212.

### **ABSTRACT**

**Subject and Purpose:** The entrenchment of managers leads to an increase in power and the priority of maintaining their job status over the interests of shareholders. These conditions increase agency costs and shareholders' risk and decrease the company's value. Entrenched managers use debts with different maturities based on their goals. The presence of the government in the companies can affect the behavior of entrenched managers and adjust it. Based on this, this study aims to investigate the effect of management entrenchment on debt maturity, specifically focusing on the mediating role of financial constraints in government-affiliated companies compared to non-government-affiliated companies.

**Research Method:** To achieve the research goals, we studied the data from 129 companies over 8 years, from 2014 to 2021. We used a multiple linear regression model and a Sobel test to test the research hypotheses.

**Research Findings:** The findings reveal that management entrenchment positively and significantly impacts debt maturity. They also indicate that financial constraints partially mediate the relationship between management entrenchment and debt maturity. The research findings show that companies' dependence on the government weakens the relationship between management entrenchment and financial limitation and between management entrenchment and debt maturity.

**Conclusion, Originality, and its Contribution to the Knowledge:** This research brings a novel perspective to the field, shedding light on the impact of managerial entrenchment on debt maturity. The findings suggest that the current levels of managerial entrenchment in companies, particularly non-governmental companies, can lead to risky financing decisions and potentially increase managers' interests, thereby intensifying the conflict between owners and managers.

**Keywords:** Debt Maturity, Financial Constraint, Management Entrenchment, State-Affiliated Companies.

**JEL Classification:** G32.



Copyright © 2024 The Authors. Published by Payame Noor University.

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>). Non-commercial- NoDerivatives uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.

<https://gaa.journals.pnu.ac.ir/>

«مقاله پژوهشی»

## اثر میانجی محدودیت مالی بر رابطه سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی با نقش تعاملی شرکت‌های وابسته به دولت

فرامرز حیدری<sup>۱</sup>، مهدی کاظمی علوم<sup>۲</sup>، محسن ختن لو<sup>۳\*</sup>

### چکیده

**موضوع و هدف مقاله:** سنگربندی (جبهه‌گیری) مدیران، منجر به فزونی قدرت و اولویت حفظ وضعیت شغلی آنها نسبت به منافع سهامداران می‌شود. این شرایط هزینه‌های نمایندگی و ریسک سهامداران را افزایش داده و منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود. مدیران جبهه‌گیر بر اساس اهداف خود از بدهی‌های با سررسیدهای مختلف بهره می‌برند. حضور دولت در شرکت‌ها می‌تواند بر رفتار مدیران جبهه‌گیر اثرگذار باشد و آن را تعدیل کند. بر این اساس، هدف این پژوهش بررسی تأثیر سنگربندی مدیریت بر سررسید بدهی با تأکید بر نقش میانجی محدودیت مالی در شرکت‌های وابسته به دولت در مقایسه با شرکت‌های غیروابسته به دولت است.

**روش پژوهش:** به منظور دستیابی به هدف پژوهش، داده‌های ۱۲۹ شرکت در یک دوره ۸ ساله از سال ۱۳۹۴ تا سال ۱۴۰۱ مورد مطالعه قرار گرفته است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چندگانه و آزمون سوئیل استفاده شده است.

**یافته‌های پژوهش:** نتایج پژوهش نشان می‌دهد 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. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد وابستگی شرکت‌ها به دولت، هر دو رابطه سنگربندی مدیریت و محدودیت مالی و رابطه سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی‌ها را تضعیف می‌کند.

**نتیجه‌گیری، اصالت و افزوده آن به دانش:** بر اساس نتایج پژوهش می‌توان بیان کرد که سطوح فعلی سنگربندی مدیریتی در شرکت‌ها، به ویژه شرکت‌های غیر وابسته به دولت، مشوق تصمیمات پرخطر تأمین مالی است و می‌تواند منافع مدیران را بیشتر و تعارض بین مالکان و مدیران را تشدید کند.

**واژه‌های کلیدی:** جبهه‌گیری مدیریت، سررسید بدهی، سنگربندی مدیریت، شرکت‌های وابسته به دولت، محدودیت مالی.

طبقه‌بندی موضوعی: G32.

۱. کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی‌سینا، همدان، ایران. (fara.h.182147@gmail.com).  
۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی‌سینا، همدان، ایران. (m.kazemilum@basu.ac.ir).  
۳. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی‌سینا، همدان، ایران.

نویسنده مسئول:

محسن ختن لو

رایانامه:

mkhotanlou@basu.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۲/۲۵

### استناد به مقاله:

حیدری، فرامرز؛ کاظمی علوم، مهدی؛ ختن لو، محسن، (۱۴۰۳)، اثر میانجی محدودیت مالی بر رابطه سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی با نقش تعاملی شرکت‌های وابسته به دولت، *دوفصلنامه علمی حسابداری دولتی*، ۱۰ (۲۰)، ۱۹۲-۲۱۲.



حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. ۱۴۰۳ ©. ناشر این مقاله، دانشگاه پیام نور است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)<https://gaa.journals.pnu.ac.ir/>

## مقدمه

بدون نظارت باقی بماند بیشتر از پیش خواهد شد (دان<sup>۹</sup>، ۲۰۰۴). از این رو، مدیران عامل زمانی که با انجام سنگربندی قدرتمندتر می‌شوند، تمایل بیشتری برای فرصت‌طلبی از خود به نمایش می‌گذارند. مدیران عامل قدرتمند، میزان ابهامات شرکت را افزایش می‌دهند و منجر به ایجاد محیط اطلاعاتی ضعیف‌تر می‌شوند تا در صورت وجود مشکلات نمایندگی عملکرد ضعیف شرکت را پنهان کنند (کو و کیم<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۹). بنابراین با حضور مدیران جبهه‌گیر، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد.

از راهکارهای سودمند در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران، مالکان و اعتباردهندگان، کوتاه‌تر شدن سررسید بدهی‌ها و استقرار حاکمیت شرکتی قوی است (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۳). هنگامی که شرکت از بدهی‌های کوتاه مدت برای تأمین مالی استفاده می‌کند، نظارت اعتباردهندگان بر عملکرد مدیران افزایش و عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد (دیاموند<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۳). کلاک و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۵) و کرمرز و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۷) بیان می‌کنند که دارندگان اوراق قرضه به بدهی کوتاه‌مدت به دلیل فرصت نظارت بیشتر خودشان بر شرکت، بیش از بدهی بلندمدت علاقه داشته و این نوع بدهی را به شرکت‌هایی که توسط هیئت مدیره قوی خود کنترل می‌شوند، پیشنهاد می‌کنند. یافته‌های حاصل از پژوهش‌های پیشین (هارت و مور<sup>۱۴</sup>، ۱۹۹۵ و هارفورد و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۸) بیانگر آن است که اهرم و سررسید بدهی به‌ویژه بدهی کوتاه‌مدت روشی کارا برای کاهش مسئله نمایندگی هستند. بدهی‌ها بیانگر تعهدات در قبال انتقال منابع اقتصادی در شرکت هستند و موضوعی که در مورد آنها مطرح است، زمان لازم برای پرداخت مبالغ این حساب‌ها در تاریخ سررسید مربوطه است. هم اهرم و هم ساختار بدهی‌ها ممکن است توسط مدیران تحت تأثیر قرار گیرد و انتظار نمی‌رود که آنان داوطلبانه منافع سهامداران را در انتخاب سررسید بدهی به منافع خود ترجیح دهند. هر چند استثنائاتی در ادبیات پژوهش مشاهده می‌شود که بیانگر همسویی مدیران با منافع سهامداران در انتخاب سررسید بدهی‌ها بوده است، اما درایف و چوایا<sup>۱۶</sup> (۲۰۲۲) بیان می‌کنند که مدیران جبهه‌گیر که با سهامداران غیرهمسو هستند برای رهایی از کنترل اعتباردهندگان از بدهی‌های با سررسید بلندمدت استفاده می‌کنند.

محدودیت مالی یکی از موضوعات اساسی است که توانایی مدیران در انتخاب سررسید بدهی برای تأمین مالی پروژه‌های

مدیران به عنوان تصمیم‌گیرنده باید دارای جایگاه محکمی در عرصه مدیریت باشند تا بتوانند طرح و برنامه‌های خود را هدایت کنند اما در عین حال باید به انگیزه‌های فرصت‌طلبانه آنها نیز توجه کرد تا از مسیر اصلی شرکت منحرف نشوند. مسئله نمایندگی زمانی تشدید می‌شود که مدیران، منافع سهامداران را در تصمیم‌گیری‌های راهبردی نادیده می‌گیرند و مدیریت به هزینه سهامداران به دنبال افزایش ثروت خود است (جنسن و مکلینگ<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶). شلیفر و ویشنی<sup>۲</sup> (۱۹۸۹) معتقدند که مدیران برای تثبیت موقعیت خویش از اختیارات خود در جهت دستیابی به اهداف شخصی استفاده کرده و به ارزش شرکت توجه نمی‌کنند. آنها موقعیت خود را از طریق سرمایه‌گذاری‌های خاص که ریسک کمتری دارند تثبیت کرده و این‌گونه نشان می‌دهند که نقش مؤثری در حفظ منافع سهامداران دارند (تاو و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸).

مدیران از یک سو به اطلاعات درونی و اخبار پنهانی شرکت دسترسی دارند و از سوی دیگر از قدرت تصمیم‌گیری برخوردار هستند، بنابراین توجه به رویکرد تثبیت و تحکیم جایگاه مدیران و سیطره آنها بر شرکت از اهمیت چشمگیری برخوردار است (گل‌خندان، ۱۳۹۶). بر اساس نظریه سنگربندی مدیریت<sup>۴</sup>، مدیران در تلاش برای ساختن دژی محکم در مورد حفظ جایگاه مدیریتی خود هستند، بدون آن که در این رابطه انگیزه‌ای کارا نسبت به منافع شرکت وجود داشته باشد (الپینار<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸). یافته‌های پژوهش استیکل<sup>۶</sup> (۱۹۹۲) و هانگ و کوییک<sup>۷</sup> (۲۰۰۳) نیز نشان می‌دهد هرچقدر مدیرعامل دست به تملک‌طلبی بزند، باعث افول بیشتر ارزش شرکت می‌شود چرا که وجود رفتارهای تصدی‌گرانه در سطح بازار سرمایه حساسیت‌های ویژه‌ای با خود به همراه می‌آورد و ضمن کاهش اطمینان و اعتبار شرکت، باعث کاهش ارزش آن نیز می‌شود (میری و همکاران، ۱۴۰۰).

سنگربندی مدیریت ابزاری برای افزایش قدرت مدیرعامل در جهت رفتارهای فرصت‌طلبانه است. بیچوک و فرد<sup>۸</sup> (۲۰۰۳) بیان می‌کنند که مدیران عامل قدرتمند با سنگربندی، حاکمیت شرکتی و کیفیت سود را کاهش می‌دهند و انگیزه یک مدیرعامل برای رفتارهای منفعت‌طلبانه تا زمانی که کارهایش

9. Dunn  
10. Koo & Kim  
11. Diamond  
12. Klock et al  
13. Cremers et al  
14. Hart & Moor  
15. Harford et al.  
16. Draief & Chouaya

1. Jensen & Meckling  
2. Shleifer & Vishny  
3. Tao et al.  
4. Managerial Entrenchment Theory  
5. Ulupinar  
6. Stickel  
7. Hong & Kubik  
8. Bebchuk & Fried

سنگربندی امن تر هستند زیرا آنها می‌توانند از این بدهی‌ها برای جلوگیری از انحلال زودرس استفاده کنند (لی و وانگ<sup>۸</sup>، ۲۰۲۲). با توجه به اهمیت ویژگی رفتاری خاص مدیران در تعیین سررسید منابع تأمین شده، این پژوهش به دنبال بررسی رفتار مدیران جبهه‌گیر در برخورد با سیاست‌های تأمین مالی است و پرسشی که مطرح می‌شود این است که چگونه سررسید بدهی تحت‌تأثیر سنگربندی مدیرعامل قرار می‌گیرد؟ و این که محدودیت مالی شرکت می‌تواند در رابطه بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی نقش میانجی داشته باشد؟ و سرانجام این پرسش که وابستگی به دولت رابطه بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی‌ها چگونه تعدیل می‌کند؟

پژوهش حاضر در زمره معدود پژوهش‌های داخلی است که به بررسی سررسید بدهی طبق نظریه سنگربندی پرداخته و با معرفی محدودیت مالی به عنوان یک متغیر واسطه‌ای در این زمینه، به توسعه ادبیات مربوط به عوامل تعیین‌کننده سررسید بدهی شرکت‌ها کمک می‌کند. این پژوهش همچنین با بررسی سررسید بدهی‌های انتخاب شده توسط مدیران جبهه‌گیر در شرکت‌های وابسته به دولت و شرکت‌هایی که دارای این وابستگی نیستند، به تعیین الگوی رفتاری مدیران کمک می‌کند. یافته‌های این پژوهش می‌تواند به سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه، تدوین‌کنندگان مقررات تأمین مالی و تأمین‌کنندگان منابع مالی مانند بانک‌ها، درک جامع‌تری را از چگونگی انتخاب سررسید بدهی‌ها ارائه دهد. در ادامه، ابتدا به پیشینه نظری، تجربی و فرضیه‌های پژوهش اشاره شده، سپس روش‌شناسی و یافته‌های پژوهش ارائه و در نهایت به نتیجه‌گیری و بحث پرداخته می‌شود.

## مبانی نظری

### سنگربندی مدیریت

سنگربندی مفهومی مبتنی بر رفتار تملک‌طلبانه و تصدی‌گرایانه در حفظ جایگاه شغلی است و در حوزه مسائل رفتار سازمانی محسوب می‌شود. به‌زعم اظهارات ماروان<sup>۹</sup> (۲۰۱۵) مدیرعامل تمایل به استحکام جایگاه مدیریتی خود دارد و سنگربندی تمام رفتارهایی که موجب حفظ شغل، افزایش آزادی تصمیم‌گیری و حفظ سودهای شخصی است را در بر می‌گیرد (میری و همکاران، ۱۴۰۰). برگر و همکاران<sup>۱۰</sup> (۱۹۹۷) جبهه‌گیری را به عنوان شکست دستورالعمل‌های حاکمیت

سرمایه‌گذاری را محدود می‌کند (آلمیدا و کامپلو<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). شرکت‌ها در روبرویی با محدودیت‌های مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، صرف‌نظر کنند. محدودیت در تأمین مالی مدیران را به سوی بدهی‌هایی با سررسید بلندمدت سوق می‌دهد زیرا تأمین مالی با بدهی‌های کوتاه‌مدت شرکت را ریسک تجدید بدهی و همچنین ریسک نکول بدهی روبرو می‌کند (پورسلیمان و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). مدیران جبهه‌گیر نیز به دلیل اهمیت حفظ جایگاه خود ممکن است در شرایط محدودیت تأمین مالی از پذیرش هرگونه ریسک مضاعف پرهیز کرده و بدهی‌های با سررسید بلندمدت را انتخاب کنند. ساچمن<sup>۳</sup> (۱۹۹۵) بر اساس نظریه مشروعیت بیان می‌کند که مالکیت دولتی، مشروعیت ساختاری و سازمانی به وجود می‌آورد. شرکت‌های وابسته به دولت تمایل دارند از قدرت سیاسی برای کاهش محدودیت‌های شرکتی استفاده کنند. مالکیت دولتی به سبب هم‌راستایی با سیاست‌های دولتی و قدرت نظارتی بیشتر از یک طرف به کاهش هزینه‌های تأمین مالی و محدودیت مالی می‌شود (گنگ و چوی<sup>۴</sup>، ۲۰۲۱؛ مارکاریان و استانلو<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴)؛ و از طرفی دیگر می‌تواند به ایجاد کانال اطلاعاتی محرمانه و نفوذ قوی‌تر در مدیریت شرکت، تضاد منافع بیشتر (چانی و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱) و در نتیجه آسیب و ضرر برای سهامداران اقلیت منجر شود که عملکرد آتی شرکت را تضعیف و رشد شتابان شرکت را کاهش می‌دهد (مارکاریان و استانلو، ۲۰۱۴). از سوی دیگر، به دلیل قدرت و نفوذ دولتی مالکیت مدیریتی می‌تواند سنگربندی مدیرعامل را تضعیف نماید و مانع هرگونه انحصارطلبی و تصدی‌گری مدیرعامل شود.

ادبیات مربوط به سنگربندی مدیرعامل مبهم است و تأثیر آن بر انتخاب سررسید بدهی ارزش بررسی بیشتری دارد. بنملج<sup>۷</sup> (۲۰۰۶) بیان می‌کند که مدیران انجام‌دهنده سنگربندی، چگونه سررسید بدهی‌های مختلف را برای حفظ سود و تحقق جاه‌طلبی‌های خود انتخاب می‌کنند. در اصل، مدیران انجام‌دهنده سنگربندی، بدهی‌ها را با سررسیدهای مختلف کوتاه یا بلندمدت انتخاب می‌کنند، زیرا آنها کارکردهای متفاوتی در عملیات شرکت دارند. بدهی با سررسید کوتاه‌مدت ارزان‌تر است و به بستن‌کاران حق تخصیص مجدد دارایی‌ها را می‌دهد، اما برای شرکت می‌تواند با ریسک تجدید بدهی همراه باشد. بدهی‌های با سررسید بلندمدت‌تر برای مدیران انجام‌دهنده

6. Chaney et al.  
7. Benmelech  
8. Lee & Wang  
9. Marouan  
10. Berger et al.

1. Almeida & Campello  
2. Poursoleiman et al.  
3. Suchman  
4. Gong & Choi  
5. Markarian & Santalo

می‌دهد (نمازی و همکاران، ۱۳۹۶). نقش بدهی در کاهش اعمال اختیارات مدیریت و همچنین نقشی که سررسید بدهی در شرایط عدم اطمینان ایفا می‌کند در ادبیات تجربی مورد تأکید قرار گرفته است (گماریز و بالستا، ۲۰۱۴). مطابق فرضیه قرارداد بدهی، استفاده از بدهی کوتاه مدت سازوکاری است که منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی میان سهامداران، اعتباردهندگان و مدیران می‌شود (حاجیها و اخلاقی، ۱۳۹۲). فلانزی<sup>۷</sup> (۱۹۸۶) بیان می‌دارد، اعتباردهندگان به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی، تمایل بیشتری به دادن وام‌های با سررسید کوتاه‌تر دارند و می‌توانند بر شرکت بهتر نظارت کنند. کوتاه بودن سررسید بدهی از این لحاظ منجر به نظارت بهتر بر مدیران می‌گردد که نتایج تجدید قراردادهای بدهی را بیشتر می‌کند. در نتیجه اعتباردهندگان ارتباط نزدیک‌تری با شرکت خواهند داشت و قادر خواهند بود عملکرد شرکت را به خوبی بررسی کنند (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۳).

لی و وانگ (۲۰۲۲) معتقدند که مدیران عامل سنگربند، به منظور پیشگیری از انحلال زود هنگام واحد تجاری، از ابزارهای تأمین مالی بدهی‌هایی با سررسید طولانی‌تر استفاده می‌کنند. عبدیگلو و عبدیگلو<sup>۸</sup> (۲۰۱۷) معتقدند که مدیران جبهه‌گیر به منظور رهایی از نظارت اعتباردهندگان کوتاه‌مدت، ترجیح به تأمین مالی از طریق بدهی‌هایی با سررسید بلندمدت دارند. بریک و لیاو<sup>۹</sup> (۲۰۱۷) بیان می‌کنند بدهی‌های کوتاه‌مدت موجب ایجاد هزینه‌های ضمنی شده و تسویه آنها سبب افزایش نگرانی در خصوص انحلال شرکت خواهد شد. از آنجا که سنگربندی مدیران نیز همراه با گریز از ریسک‌ها و جلوگیری از انحلال زودرس توسط مدیران است، برای نگهداشت وجه نقد بیشتر، مدیران متمایل به انتخاب بدهی‌هایی با سررسید بلندمدت‌تر خواهند شد.

نتایج برخی از پژوهش‌ها بیانگر بکارگیری بدهی‌های کوتاه مدت توسط مدیران جبهه‌گیر است. در این راستا قوش و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۱) بیان می‌کنند شرکت‌های با مدیران جبهه‌گیر، اهرم و بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت‌تری را به کار می‌گیرند تا ریسک نقدینگی را پایین بیاورند و توانایی خود را برای افزایش حقوق و حفظ شهرت نگاه‌دارند. هرچه سررسید بدهی کوتاه‌تر باشد، ریسک تجدید قراردادهای بدهی بیشتر می‌شود و نیز ریسک انحلال زود هنگام و نقدینگی افزایش

شرکتی در تحمیل نظم به مدیران تعریف می‌کنند. بنابراین مدیران جبهه‌گیر ممکن است برای دنبال کردن منافع خودشان انگیزه داشته باشند. به جای این که در جهت بیشتر کردن رفاه سهامداران تلاش کنند (آنتونیان و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱). تیرو<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) بیان می‌کند که مدیران جبهه‌گیر، معیارهای عملکردی را دستکاری می‌کنند تا شرکت برای سهامداران خوب جلوه کند و موقعیت آنها حفظ شود و برای این که دستکاری اطلاعات آشکار نشود اطلاعات کمتری را افشا می‌کنند (آنتونیان و همکاران، ۲۰۲۱). بر مبنای نظریه سنگربندی این امکان وجود دارد جریان اطلاعات حسابداری و کنترل بر شرکت کاهش و در این صورت ریسک سوءاستفاده‌های مالی و گزارشگری افزایش یابد (تی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). نقطه مقابل نظریه سنگربندی مدیران، نظریه همسویی<sup>۴</sup> است که برخلاف نظریه سنگربندی بیان می‌کند مدیران قدرتمند با تصدی بلندمدت‌تر و با ثبات‌تر با تمرکز بیشتری تصمیم‌گیری کرده و به دلیل اطمینان از ثبات خود، از رفتار فرصت‌طلبانه مانند مدیریت سود یا مخاطرات بیش از حد که می‌تواند به اعتبار و تداوم فعالیت شرکت آسیب برساند، خودداری و به جای استفاده از قدرت در جهت منافع خود، با منافع سهامداران همسو شده و سعی در افزایش ارزش شرکت می‌کنند (عرب و همکاران، ۱۴۰۰).

بر اساس نظریه نمایندگی، سنگربندی مدیریت نشان‌دهنده یکی از پرهزینه‌ترین نمادهای ایجاد تضاد بین سهامداران و مدیران است (جنسن و روباک<sup>۵</sup>، ۱۹۸۳). مدیرانی که به دنبال منافع شخصی هستند، ممکن است تلاش کنند تا از طریق ورود به طیف گسترده‌ای از اقدامات که خنثی‌گر آثار سازوکارهای کنترلی و حاکمیت شرکتی هستند، شغل خود را حفظ کنند، حتی اگر برای مدت زیادی شایسته و واجد شرایط اداره شرکت نباشند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۹). اندازه توانایی مدیران در خنثی‌سازی و کنار گذاشتن آثار کنترلی و حاکمیت شرکتی، به معنای میزان سنگربندی مدیریت است (برگر و همکاران، ۱۹۹۷).

### سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی

بدهی نقشی انضباطی بر رفتار مدیران اعمال می‌کند. گراسمان و هارت<sup>۶</sup> (۱۹۸۲) بیان می‌دارند که سطوح بالاتر بدهی تهدید ورشکستگی را افزایش می‌دهد و مدیران را به خاطر احتمال بالقوه از دست دادن کنترل شرکت نیز تحت فشار قرار

7. Gomariz & Ballesta  
8. Flannery  
9. Abdioglu & Abdioglu  
10. Brick & Liao  
11. Ghosh et al.

1. Antounian et al  
2. Tirole  
3. Tee  
4. Alignment Theory  
5. Jensen & Ruback  
6. Grossman & Hart

### محدودیت مالی و سررسید بدهی

این باور که ریسک تجدید بدهی عامل مهمی در تعیین سررسید بدهی‌ها است مورد توجه پژوهشگران مختلفی قرار گرفته است (پالیگروا و سانتوس<sup>۸</sup>، ۲۰۱۷؛ چالا<sup>۹</sup>، ۲۰۱۸). زمانی که ریسک تجدید بدهی وجود داشته باشد شرکت‌ها بدهی‌هایی با سررسید بلندمدت را انتخاب می‌کنند و از تمرکز سررسید بدهی‌ها در یک بازه کوتاه جلوگیری می‌کنند (چالا، ۲۰۱۸). فزازری و همکاران<sup>۱۰</sup> (۱۹۸۸) بیان می‌کنند شرکت‌هایی که محدودیت مالی زیادی دارند، در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، به جریان‌های نقدی تأکید بیشتری دارند و نگهداری موجودی‌های نقد خود را در پاسخ به افزایش نوسان جریان‌های نقد خود افزایش می‌دهند، زیرا محدودیت‌های مالی یک نوع رقابت و تضاد بین سرمایه‌گذاری‌های جاری و آتی به‌وجود آورده، باعث ایجاد انگیزه برای پس‌اندازهای احتیاطی می‌شود (دنيس و شیبیکوف<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۰). بنابراین محدودیت مالی سبب می‌شود این شرکت‌ها برای به دست آوردن اعتبار مطلوب در آینده، اقدام به دریافت بدهی‌های بلندمدت بیهینه کنند تا ذخایر نقدی بالایی در اختیار داشته باشند. چن و همکاران (۲۰۱۲) بیان نمودند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی در صورت انتخاب بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت، به دلیل نقدینگی محدود مجبور به تمديد این بدهی‌ها و سرانجام تحمل هزینه‌های اضافی در این رابطه خواهند شد و بنابراین مدیران این شرکت‌ها برای دوری از این ریسک و تحمل هزینه‌های کمتر، در شرایط محدودیت تامین مالی از بدهی‌هایی با سررسید بلند مدت‌تر استفاده می‌کنند. به عبارتی دیگر محدودیت تامین مالی ریسک تامین مالی مجدد به همراه دارد و موجب می‌شود بدهی‌هایی با سررسید بلندمدت‌تر انتخاب شوند.

### وابستگی به دولت

طبق ماده ۴ قانون محاسبات عمومی کشور، شرکت دولتی واحد سازمانی است که با اجازه قانون تشکیل شده و بیش از ۵۰ درصد از سهام آن به صورت مستقیم یا غیرمستقیم متعلق به دولت باشد. مالکان نهادی و دولتی از جمله مالکان تاثیرگذار در ساختار مالکیت شرکت‌ها هستند که می‌توانند عملکرد و سایر امور شرکت را تحت تاثیر قرار دهند. مالکیت دولتی یکی از

خواهد یافت (لی و وانگ، ۲۰۲۲). در کنار افزایش نظارت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی همراه با بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت، یک مدیر جبهه‌گیر ممکن است برای احساس امنیت بیشتر بدهی‌هایی با سررسید بلندمدت را مطلوب‌تر بداند (الیاسیان و ژانگ<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۵).

### سنگربندی مدیریت و محدودیت مالی

عبارت محدودیت مالی نخستین بار توسط هوپارد و پترسن<sup>۱۳</sup> (۱۹۸۸) مطرح شد. شرکت‌ها هنگامی دچار محدودیت تامین مالی هستند که بین منابع داخلی و منابع خارجی وجوه تخصیص داده شده برای سرمایه‌گذاری دچار شکاف شوند (لامونت و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۱). زمانی که محدودیت در تامین منابع مالی رخ می‌دهد شرکت‌ها منابع خارجی را از دست می‌دهند و برای ادامه سرمایه‌گذاری‌ها به منابع داخلی روی می‌آورند و در نتیجه احتمال از دست رفتن برخی سرمایه‌گذاری‌ها و کاهش ارزش و رشد شرکت در بلند مدت وجود دارد (سلمانیان و همکاران، ۱۳۹۷). محدودیت مالی در بلندمدت می‌تواند به توانایی سودآوری، رشد و در نتیجه وضعیت مالی و بازده سهام شرکت صدمه زده و چه بسا زمینه‌های عقب ماندن از رقبای حذف از بازار را ایجاد نماید (ناویسی و نایکر<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۶). سنگربندی مدیران می‌تواند بر محدودیت مالی شرکت نقش داشته باشد. مطالعات زیادی اذعان دارند که یکی از پیامدهای سنگربندی مدیریت کاهش ارزش شرکت و نهایتاً ثروت سهامداران است (زرنی و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۰؛ داه<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۶). کاهش ارزش شرکت منجر به فاصله گرفتن سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان از شرکت شده و محدودیت در تامین مالی را افزایش خواهد داد (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸). زمانی که مدیران جبهه‌گیری می‌کنند جریان اطلاعات حسابداری و کنترل بر شرکت کاهش می‌یابد زیرا آنها تمایلی به نظارت بر اعمالشان ندارند (کوپتا و فیلدز<sup>۱۸</sup>، ۲۰۰۶). به گفته هوپ و همکاران<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۹) شفافیت و جریان اطلاعات از شرکت به سوی فراهم کنندگان برون سازمانی منابع، محدودیت در تامین مالی و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. بنابراین سنگربندی مدیریت و به دنبال آن، نبود شفافیت می‌تواند باعث ارزش‌گذاری ضعیف شرکت، عدم اطمینان و ارائه تضمین‌های بیشتر برای تامین مالی شود (ایرانی و اوچ<sup>۲۰</sup>، ۲۰).

8. Hope et al.  
9. Irani & Oesch  
10. Paligorova & Santos  
11. Chala  
12. Fazzari et al.  
13. Denis & Sibilkov

1. Elyasiani & Zhang  
2. Hubbard & Petersen  
3. Lamont et al.  
4. Navissi & Naiker.  
5. Zerni et al.  
6. Dah  
7. Gupta & Fields

لی و وانگ (۲۰۲۲) با بررسی تأثیر سنگربندی مدیرعامل بر انتخاب سررسید بدهی شرکت به این نتیجه رسیدند که مدیران عامل دارای ویژگی سنگربندی، تأمین مالی بدهی‌هایی با سررسید طولانی‌تر را برای جلوگیری از انحلال زود هنگام انتخاب می‌کنند. همچنین در شرکت‌هایی با ابهام اطلاعاتی بالا (کم) مدیران با سنگربندی مجبور می‌شوند تا سررسید بدهی خود را افزایش (کاهش) دهند.

آمپوفو<sup>۵</sup> (۲۰۲۱) نشان داد که مدیران جبهه‌گیر نسبت به مدیران غیر جبهه‌گیر از بدهی‌های با سررسید بلند مدت‌تری استفاده می‌کنند و این مدیران نسبت به مدیران غیر جبهه‌گیر وجه نقد مازاد بیشتری را نزد خود حفظ می‌کنند.

الکوک و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۹) با بررسی سنگربندی مدیریتی و ساختار سرمایه با در نظر گرفتن استراتژی‌های متنوع دریافتند که سنگربندی مدیریتی با ساختار بدهی شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری دارد و استراتژی‌های متنوع‌سازی شرکت تأثیر منفی سنگربندی مدیریتی بر ساختار سرمایه را در جهت منفی تشدید می‌کند.

جی<sup>۷</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی ارتباط ساختار سررسید بدهی‌ها با سنگربندی و پاداش مدیران را مورد بررسی قرار داد. نتایج این پژوهش نشان داد مدیران جبهه‌گیر از بدهی‌های با سررسید طولانی‌تر برای بهبود پاداش خود استفاده می‌کنند. همچنین نتایج پژوهش آنها بیانگر آن بود که سنگربندی مدیریت در شرکت‌های غیردولتی نسبت به شرکت‌های دولتی بیشتر و در شرکت‌های دارای دوگانگی وظیفه مدیران شدیدتر است.

هارفورد و همکاران (۲۰۱۴) دریافتند که شرکت‌هایی با محدودیت‌های تأمین مالی بالاتر، سررسید بدهی را افزایش می‌دهند تا ریسک نقدینگی را مدیریت کنند و منابع مالی پایدارتری را در اختیار داشته باشند.

وینتالا و جرجینا<sup>۸</sup> (۲۰۱۴) دریافتند که وابستگی به دولت ارزش شرکت را افزایش می‌دهد و این امر سبب افزایش اعتماد اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران شده و تأمین مالی را تسهیل و محدودیت مالی را برطرف می‌کند.

کومار و روبینویج<sup>۹</sup> (۲۰۱۳) دریافتند شرکت‌هایی با مدیران جبهه‌گیر به احتمال زیاد درگیر قراردادهای مصون‌سازی در راستای کاهش ریسک شرکت می‌شوند.

بنملج (۲۰۰۶) به این نتیجه دست یافت که تأثیر سنگربندی مدیریت بر سررسید بدهی‌ها قابل توجه است و مدیران جبهه‌گیر

سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازنمایی می‌کند زیرا می‌تواند نفوذی چشمگیر بر مدیریت داشته و منافع مدیران و سهامداران را همسو کند (برزگر و دارابی، ۱۳۹۷). مالکیت دولتی بر مدیریت منابع مالی شرکت مؤثر است (فخاری و همکاران، ۱۳۹۳). علی و لسیج<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) بیان می‌کنند شرکت‌های وابسته به دولت انگیزه و تخصص بیشتری برای نظارت بر مدیریت شرکت دارند. با وجود این که مالکیت دولتی می‌تواند نظارت بیشتر بر مدیران را فراهم کند و مشکلات تأمین منابع مالی را کاهش دهد اما دولت خود می‌تواند در نقش انحصارگر وارد شده و سنگربندی را برعهده گیرد و جریان اطلاعات به سوی سایر گروه‌های ذینفع را محدود کند و با اقدامات فرصت طلبانه هزینه نمایندگی را برای سایر گروه‌های ذینفع افزایش داده و مانع رشد عملکرد شرکت شود (لیو و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). وانگ و چپو<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) بیان می‌کنند که مالکیت دولتی کیفیت و شفافیت گزارشگری مالی را افزایش می‌دهد و وابستگی به دولت با افزایش ارزش شرکت همراه است. چپو و گانگ (۲۰۲۱) بیان می‌نمایند که وابستگی به دولت می‌تواند امکان تأمین مالی با کمترین هزینه، دسترسی به منابع مالی بیشتر و در نتیجه افزایش ارزش شرکت را فراهم آورد. بر این اساس می‌توان بیان کرد مالکیت دولتی با تقویت حاکمیت شرکتی (سجادی و بنابی قدیم، ۱۴۰۱) و محدود کردن سنگربندی مدیران از طریق نظارت بیشتر شفافیت گزارشگری مالی را افزایش داده و شهرت، اعتبار و ارزش بیشتری را برای شرکت فراهم می‌کنند و تأمین مالی را با هزینه کمتر فراهم کرده و محدودیت مالی را مرتفع می‌سازند. از سوی دیگر محدود نمودن سنگربندی مدیران و امکان تأمین منابع بیشتر به واسطه وابستگی به دولت، ریسک شرکت را کاهش می‌دهد و شرکت‌ها را از ریسک کمبود نقدینگی، ریسک تجدید بدهی‌های کوتاه‌مدت و ریسک نکول آنها می‌رهاند و لزوماً مدیران را به سوی بدهی‌های با سررسید بلندمدت هدایت نمی‌کند.

## مروری بر پیشینه پژوهش

### پیشینه خارجی

شان<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۲۴) نشان دادند سنگربندی مدیریت با درماندگی مالی شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری دارد و دلالت بر آن دارد که سنگربندی مدیریتی می‌تواند به وضعیت مالی واحد تجاری آسیب رساند و محدودیت‌های مالی را تشدید کند.

6. Alcock et al.

7. Jie

8. Vintilă & Gherghina

9. Kumar & Rabinovitch

1. Ali & Lesage

2. Liu et al

3. Wang & Chiu

4. Shan et al.

5. Ampofo

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش مبنی بر تاثیر سنگربندی مدیریت بر سررسید بدهی و همچنین نقش محدودیت مالی در رابطه بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی با تاکید بر وابستگی شرکت‌ها به دولت، فرضیه‌های پژوهش مطرح می‌شود:

فرضیه اول: سنگربندی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر سررسید بدهی‌ها دارد.

فرضیه دوم: سنگربندی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر محدودیت مالی دارد.

فرضیه سوم: محدودیت مالی در رابطه بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی‌ها نقش میانجی دارد.

فرضیه چهارم: مالکیت دولتی رابطه بین سنگربندی مدیریت و محدودیت مالی را تعدیل می‌کند

فرضیه پنجم: مالکیت دولتی رابطه بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی‌ها را تعدیل می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

داده‌های پژوهش با روش اسنادی<sup>۳</sup> و با مراجعه به بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و گزارش‌های منتشرشده در سایت کدال گردآوری و برای تجزیه تحلیل داده‌ها، از رگرسیون چندگانه در نرم افزار Stata استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش متشکل از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۴ تا سال ۱۴۰۱ است که پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد، طی دوره زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشند، به دلیل ماهیت خاص فعالیت، جزء بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ و سایر واسطه‌گری‌های مالی نباشند، داده‌های آن برای کل بازه زمانی مورد بررسی در دسترس باشد و در هر یک از سال‌های دوره پژوهش، وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته‌اند. پس از اعمال شروط فوق، تعداد ۱۲۹ شرکت (۱۰۳۲ سال- شرکت) به شرح جدول ۱ انتخاب شده و در قالب داده‌های ترکیبی تنظیم و برای آزمون فرضیه‌ها مورد بررسی قرار گرفتند.

بدهی‌های با سررسید بلندمدت را برای تأمین مالی به می‌گیرند تا از خطر عدم تداوم فعالیت در امان باشند.

جانسون<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) مشاهده کرد شرکت‌هایی که با محدودیت مالی، سررسید بدهی را افزایش می‌دهند تا نیاز به تأمین مالی مکرر را کاهش و ثبات مالی را افزایش دهند.

### پیشینه داخلی

نورانی آزاد و رحمانیان کوشکی (۱۴۰۲) دریافتند با وابستگی شرکت‌ها به دولت، فرضیه همگرایی منافع بر سنگربندی مدیریتی غالب می‌شود. وابستگی به دولت از طریق کنترل و نظارت در جهت کاهش تضاد نمایندگی و همسویی منافع سهامداران با مدیران موجب افزایش ارزش و بازدهی شرکت می‌شود.

پژوهش طاهری و جعفری (۱۴۰۱) نشان داد که مدیران جبهه‌گیر تمایلی به استفاده از بدهی‌ها در ساختار سرمایه ندارند، علت این امر نظارتی است که بدهی‌ها نسبت به فعالیت و عملکرد مدیران ایجاد می‌کند.

میری و همکاران (۱۴۰۰) با بررسی تاثیر سنگربندی مدیرعامل بر فشار اجتماعی ذینفعان دریافتند که سنگربندی مدیرعامل بر فشارهای اجتماعی تأثیر مثبت و معناداری دارد. این نتیجه نه تنها یک یافته بلکه در واقع نقد نظریه ثبات قدرت<sup>۲</sup> مدیرعامل در سطح نظریه نمایندگی است و بیان کننده این واقعیت است که وجود سنگربندی به منظور تثبیت مدیرعامل در راس حاکمیت و تصمیم‌گیری شرکت، همسو با ثبات قدرت، نمی‌تواند عاملی برای کنترل فشارهای اجتماعی ذینفعان باشد، چراکه وجود انگیزه‌های فرصت‌طلبانه مدیران باعث خواهد شد تا کارکردهای اثربخش و کارا در مسیر توسعه شرکت، تضعیف شود و ذینفعان از طرق مختلف فشارهای زیادی را برای حفاظت از منافع خود بر شرکت وارد کنند.

نمازی و همکاران (۱۳۹۶) نشان دادند که مدیران به دلیل نقش نظارتی که بدهی‌ها ایجاد می‌کنند تمایلی به استفاده از بدهی‌ها ندارند اما انجام رفتارهای فرصت‌طلبانه توسط مدیران از طریق بدهی‌هایی با سررسید کوتاه‌مدت صورت می‌پذیرد.



تحلیل عاملی<sup>۲</sup> (PCA) برآیند آنها به عنوان متغیر سنگربندی حاصل می‌شود. ۵ متغیر اولیه به صورت زیر اندازه‌گیری شده‌اند:

**(۱) دوره تصدی مدیر عامل<sup>۳</sup> (CEO):** به پیروی از پژوهش عرب و همکاران (۱۴۰۰) و دی متو و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) این متغیر دو ارزشی در نظر گرفته شده است، بدین صورت که اگر تصدی مدیرعامل بیشتر از میانه دوره تصدی شرکت‌های نمونه باشد عدد ۱ در غیر این صورت برابر با صفر است.

**(۲) مالکیت مدیریتی<sup>۵</sup> (Manowner):** به پیروی از مدل دیمیگول و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) و میری و همکاران (۱۴۰۰) که از معیار ارزش شرکت برای سنجش مالکیت مدیریتی استفاده کرده‌اند و در آن ارزش شرکت‌ها در محدوده مالکیت مدیریتی بین ۱۸/۸٪ تا ۵۰/۰۶٪ در نوسان است، این متغیر اندازه‌گیری شده است. به طوری که اگر درصد سهم مدیران نسبت به کل سهام عادی در دست سهامداران در این محدوده قرار بگیرد، عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد.

**(۳) پاداش مدیر عامل (Compensation):** برای سنجش پاداش مدیرعامل با توجه به مطالعات کرن<sup>۷</sup> و همکاران (۲۰۰۸) از لگاریتم طبیعی مبلغ پاداش مدیرعامل که در صورت‌های مالی و یا یادداشت‌های توضیحی و یا گزارش فعالیت هیئت مدیره گزارش می‌شود، استفاده شده است.

**(۴) سن مدیر عامل (Age):** تجزیه و تحلیل روانشناختی رفتار مدیران، اهمیت سن مدیرعامل در اندازه‌گیری سطح سنگربندی آنها را نشان می‌دهد (بوستا<sup>۸</sup>، ۲۰۲۱). مطالعات نشان می‌دهد که عملکرد شرکت با افزایش سن مدیران اجرایی بدتر می‌شود. در واقع، با نزدیک شدن به بازنشستگی، مدیرعامل شروع به بررسی خطر جایگزینی به عنوان یک امکان رو به رشد می‌کند (گویال و پارک<sup>۹</sup>، ۲۰۰۲)، در حالی که جذابیت او در بازار کار مدیریتی با گذشت زمان کاهش می‌یابد. در چنین شرایطی، مدیر ممکن است قصد داشته باشد تا سود خود را به بهای منافع سهامداران به حداکثر برساند و تصمیماتی بگیرد که تنها مدیر بتواند آن را اجرا کند. همچنین، نتایج پژوهش‌های پیشین بیانگر آن است که سن مدیرعامل با تمایل به ریسک و افق‌های برنامه‌ریزی کوتاه مرتبط است (همبریک و فوکوتومی<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۱). در واقع، نزدیک شدن به پایان یک شغل ممکن است مدیران را تشویق کند که سرمایه‌گذاری‌های میان‌مدت و

### جدول ۱. انتخاب هدفمند نمونه آماری

تعداد شرکت	شرح
۷۳۲	تعداد کل شرکت‌هایی که در سال ۱۴۰۱ در بورس حضور داشته‌اند.
(۳۱۷)	شرکت‌هایی که بین سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۱ به طور مستمر در بورس حضور نداشته‌اند.
(۶۸)	شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند نمی‌باشد.
(۷۱)	شرکت‌هایی که طی دوره زمانی پژوهش تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی داشته‌اند.
(۶۲)	شرکت‌هایی که اطلاعات مالی آنها برای کل بازه زمانی مورد بررسی در دسترس نبوده است.
(۳۳)	شرکت‌هایی که در هر یک از سال‌های دوره پژوهش، وقفه معاملاتی بیش از سه ماه داشته‌اند.
(۵۲)	شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، واسطه‌گر مالی، بیمه، بانکها، لیزینگ و... (سال ۱۴۰۱)
۱۲۹	تعداد شرکت‌هایی که داده‌های آنها جمع‌آوری شده است (نمونه نهایی) و برای نمونه انتخاب شدند.

منبع: یافته‌های پژوهش

### سنجش متغیرها و مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش

#### متغیر وابسته

**سررسید بدهی (DM<sub>it</sub>):** مطابق پژوهش حسنی و میثی (۱۳۹۸)، هاشمی و همکاران (۱۳۹۳) و حاجیها و اخلاقی (۱۳۹۲)، در این پژوهش سررسید بدهی از نسبت بدهی‌های بلندمدت بر کل بدهی‌ها محاسبه گردیده است که ذخیره مزایای پایان خدمات کارکنان در این نسبت مستثنی شده است. دلیل استفاده از این نسبت به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری سررسید بدهی این است که هر چه میزان استفاده از بدهی بلندمدت بیشتر باشد در واقع سررسید بدهی‌های شرکت بلندمدت‌تر است.

#### متغیر مستقل

**سنگربندی مدیریت (MEntrech):** منظور از سنگربندی مدیریت، سنگربندی مدیر عامل است. با توجه به اطلاعات موجود در بازار سرمایه ایران و بر اساس پژوهش شو و لی<sup>۱</sup> (۲۰۱۲)، برای اندازه‌گیری سنگربندی مدیرعامل، از یک معیار امتیازدهی ترکیبی شامل پنج متغیر دوره تصدی مدیرعامل، مالکیت مدیریتی، پاداش مدیرعامل، سن مدیرعامل و تغییر مدیر عامل استفاده شده است. در این راستا، ابتدا ۵ متغیر بیان شده اندازه‌گیری و سپس از طریق روش تحلیل مؤلفه اصلی یا

6. De Miguel et al.

7. Cornett et al

8. Bousetta

9. Goyal & Park

10. Hambrick & Fukutomi

1. Sheu & Lee

2. Principal Component Analysis

3. CEO Tenure

4. Di Meo et al.

5. Managerial Ownership

## جدول ۲. روش تمیز شرکت‌های محدود در تأمین مالی با

## استفاده از شاخص KZ

پنجک اول	پنجک دوم	پنجک سوم	پنجک چهارم	پنجک پنجم	احتمال محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های نمونه
۰ تا ۲۰٪	۲۰٪ تا ۴۰٪	۴۰٪ تا ۶۰٪	۶۰٪ تا ۸۰٪	۸۰٪ تا ۱۰۰٪	شرکت‌هایی که در این پژوهش از لحاظ تأمین مالی محدودیت دارند.
					منبع: یافته‌های پژوهش

منبع: یافته‌های پژوهش

## آزمون سو بل متغیر میانجی

برای آزمون تأثیر یک متغیر میانجی، یک آزمون پر کاربرد بنام آزمون سو بل<sup>۳</sup> وجود دارد که برای معناداری تأثیر میانجی یک متغیر در رابطه میان دو متغیر دیگر بکار می‌رود. به منظور رسیدن به نقش میانجی‌گری محدودیت مالی بر رابطه سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی‌ها با استفاده از مدل‌های رگرسیونی ۱ تا ۳ پژوهش و به دست آوردن ضرایب مسیر a, b با استفاده از آزمون سو بل نقش میانجی‌گری محدودیت مالی به صورت مجزا رد یا تأیید می‌شود.

$$Z - Value = \frac{a * b}{\sqrt{(b^2 * s_a^2) + (a^2 * s_b^2) + (s_a^2 * s_b^2)}} \quad (۲) \quad \text{رابطه}$$

در این رابطه، a ضریب مسیر میان متغیر مستقل و میانجی، b ضریب مسیر میان متغیر میانجی و وابسته،  $S_a$  خطای استاندارد مسیر متغیر مستقل و میانجی و  $S_b$  خطای استاندارد مسیر متغیر میانجی و وابسته است.

## متغیر تعدیل‌گر

در این پژوهش مالکیت دولتی (SOE) به عنوان متغیر تعدیل‌گر در نظر گرفته شده است. به پیروی از سجادی و بنایی قدیم (۱۴۰۱) اگر سهامدار عمده شرکتی، دولت یا نهادهای وابسته به دولت یا شبه دولتی باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر اختیار می‌کند.

## متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش مطابق با پژوهش لیزارس<sup>۴</sup> (۲۰۲۲) و همچنین لی و وانگ (۲۰۲۲) به شرح زیر است:

کوتاه‌مدت را به سرمایه‌گذاری بلندمدت ترجیح دهند تا نتایج حسابداری را فوراً بهبود بخشند و در اسرع وقت پاداش و جبران خدمات دریافت کنند (بوستا ۲۰۲۱).

۵) تغییر مدیر عامل (CEO change): اگر مدیرعامل در سال مورد مطالعه تغییر کرده باشد، عدد ۱ در غیر این صورت، عدد صفر در نظر گرفته می‌شود (لطفی<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱).

در روش PCA مقدار ضریب کفایت نمونه آزمون KMO و بارتلت برابر ۰/۴۶۸ به دست آمد و این مقدار بالاتر از ۰/۰۵ است، بنابراین حجم نمونه جمع‌آوری شده برای تحلیل عاملی کفایت می‌کند. از سوی دیگر نتایج مرتبط با آزمون بارتلت بیان کننده‌ی آن است که مقدار معناداری کمتر از ۰/۰۵ و برابر ۰/۰۰۱ است بنابراین ماتریس یادشده ماتریس واحد نبوده و تحلیل عاملی امکان پذیر است.

## متغیر میانجی

محدودیت مالی ( $Constraint_{it}$ ): شاخص اندازه‌گیری متغیر تعدیل‌گر پژوهش یعنی محدودیت مالی شاخص KZ است. برای تمیز شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی از سایر واحدهای تجاری برای آزمون نمودن فرضیه‌ها از شاخص محدودیت در تأمین مالی مدل کاپلان و زیگلاس<sup>۲</sup> (۱۹۹۷) که توسط تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) در رابطه ۱ بومی سازی و استفاده شده است:

$$KZIR = 17.330 - 37.486 C - 15.216 Div + 3.394 Lev - 1.402 MTB \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن C بیانگر نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها، Lev نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، Div نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها و MTB حاصل نسبت مجموع ارزش بازار حقوق مالکانه و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها را نشان می‌دهند. روش عملکرد این شاخص بدین صورت است که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص KZ وارد کرده و سپس مقدار KZ محاسبه شده است. مقادیر از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب و سپس به پنج قسمت تقسیم شده‌اند که می‌توان شرکت‌های موجود در پنجک چهارم و پنجم را به عنوان محدودیت مالی شناسایی کرد. این فرایند در جدول ۲ ارائه شده است.

3. SOBEL

4. Lizares

1. Lotfi

2. Kaplan &amp; Zingales

اندازه شرکت (FirmSize): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت.  
 زیان شرکت (LOSS): برابر است با یک اگر شرکت زیان‌ده باشد و در غیر این صورت صفر.  
 به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش به ترتیب از مدل‌های (۱) الی (۵) استفاده می‌شود:

استقلال هیئت مدیره (IND): نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره است. عضو غیرموظف هیئت مدیره، عضوی است که در شرکت مسئولیت اجرایی ندارد.  
 اندازه هیئت مدیره (BoardSize): تعداد افرادی که عضو هیئت مدیره شرکت هستند.

$$DM_{it} = \omega + \phi_1 MEntreach_{it} + \phi_2 IND_{it} + \phi_3 BoardSize_{it} + \phi_4 SIZE_{it} + \phi_5 LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$Constraint_{it} = \omega + \phi_1 MEntreach_{it} + \phi_2 IND_{it} + \phi_3 BoardSize_{it} + \phi_4 SIZE_{it} + \phi_5 LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$DM_{it} = \omega + \phi_1 MEntreach_{it} + \phi_2 Constraint_{it} + \phi_3 IND_{it} + \phi_4 BoardSize_{it} + \phi_5 SIZE_{it} + \phi_6 LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

$$Constraint_{it} = \omega + \phi_1 MEntreach_{it} + \phi_2 SOE_{it} + \phi_3 (MEntreach_{it} \times SOE_{it}) + \phi_4 IND_{it} + \phi_5 BoardSize_{it} + \phi_6 SIZE_{it} + \phi_7 LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۴)}$$

$$DM_{it} = \omega + \phi_1 MEntreach_{it} + \phi_2 SOE_{it} + \phi_3 (MEntreach_{it} \times SOE_{it}) + \phi_4 IND_{it} + \phi_5 BoardSize_{it} + \phi_6 SIZE_{it} + \phi_7 LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۵)}$$

استاندارد سازی متغیرهای حاضر در محاسبه این متغیر، مقادیر منفی نیز در محاسبه این متغیر دیده می‌شود. حدود ۶۱ درصد اعضای هیات مدیره را اعضای غیرموظف و به طور میانگین اعضای هیات مدیره شرکت‌ها که تغییر اعضا در دوره محاسبه نیز منظور شده، حدود ۵ نفر بوده است. میانگین لگاریتم جمع دارایی‌های شرکت‌ها حدود ۱۵ درصد است. نتایج نشان می‌دهد پراکندگی متغیر سنگربندی و اندازه شرکت‌ها نسبت به میانگین، از سایر متغیرها بیشتر بوده است.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

آمار توصیفی که نمایی کلی از وضعیت تمرکز و پراکندگی مشاهدات متغیرهای پژوهش را گزارش می‌کند در جدول (۳) ارائه شده است.

نتایج بیانگر آن است که به طور میانگین ۶/۱ درصد از بدهی‌ها سررسید بلند مدت دارند، و متغیر سنگربندی که برآیند ۵ متغیر است میانگینی حدود صفر به خود گرفته است. به دلیل

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
سررسید بدهی	DM	۱۰۳۲	۰/۰۶۱	۰/۱۱۳	۰	۰/۶۴
سنگربندی مدیریت	Mentreach	۱۰۳۲	۱/۱۴e-۸	۱	-۲/۴۹	۱/۳۶
استقلال هیئت مدیره	IND	۱۰۳۲	۰/۶۱۰	۰/۱۹۷	۰/۲	۱
اندازه هیئت مدیره	BoardSize	۱۰۳۲	۵/۰۲۳	۰/۲۱۴	۵	۷
اندازه شرکت	SIZE	۱۰۳۲	۱۵/۱۳۶	۱/۵۷۲	۱۱/۳۶۱	۲۱/۵۷۱

جدول ۴. توزیع فراوانی متغیرهای کیفی

شرح	فراوانی	درصد فراوانی
محدودیت مالی	شرکت‌های فاقد محدودیت مالی	۶۲۰
	شرکت‌های دارای محدودیت مالی	۴۱۲
	جمع کل	۱۰۳۲
زیان	شرکت‌های زیانده	۸۸
	شرکت‌های سودده	۹۴۴
	جمع کل	۱۰۳۲
مالکیت دولتی	شرکت‌های فاقد مالکیت دولتی	۲۸۲۰
	شرکت‌های دارای مالکیت دولتی	۷۴۱
	جمع کل	۱۰۳۲

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۵. نتایج آزمون اف لیمر (چاو) و هاسمن

مدل	نوع آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری
۱	F لیمر	۳/۸۸	۰/۰۰۰۰
۱	هاسمن	۵/۱۹	۰/۳۹۳۱
۱	والد تعدیل شده	۲/۲۵+۶	۰/۰۰۰۰
۲	رگرسیون لجستیک بوده نیاز به اجرای این آزمون‌ها نبوده است.		
۳	F لیمر	۳/۱۷	۰/۰۰۰۰
۳	هاسمن	۴/۲۷	۰/۶۴۰۸
۳	والد تعدیل شده	۲/۱۵+۶	۰/۰۰۰۰
۴	رگرسیون لجستیک بوده نیاز به اجرای این آزمون‌ها نبوده است.		
۵	F لیمر	۳/۲۲	۰/۰۰۰۰
۵	هاسمن	۱۱/۰۴	۰/۱۳۶۹
۵	والد تعدیل شده	۵/۷۵+۶	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج جدول (۵) آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، برای تخمین الگوهای پژوهش از روش داده‌های تابلویی (پنل) با رویکرد اثرات تصادفی استفاده شده است. طبق آزمون ناهمسانی واریانس، به دلیل وجود ناهمسانی واریانس، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای برآورد الگوها استفاده شده است. که این مشکل در تخمین نهایی مدل رفع شده است.

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

#### نتیجه آزمون فرضیه اول

نتیجه حاصل از تخمین مدل (۱) در جدول (۶) ارائه شده

است:

جدول ۶. نتیجه آزمون فرضیه اول

$DM_{it} = \omega + \phi_1 MEntreach_{it} + \phi_2 IND_{it} + \phi_3 BoardSize_{it} + \phi_4 SIZE_{it} + \phi_5 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر وابسته: سررسید بله					
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری (VIF)
سنگرندی مدیریت	Mentreach	-۰/۰۹۴	-۰/۰۳۳	۲/۸۰	۰/۰۰۵
استقلال هیئت مدیره	IND	-۰/۰۰۷	-۰/۰۳۹	۰/۵۲	۰/۶۰۶
اندازه هیئت مدیره	BoardSize	-۰/۱۹۸	-۰/۰۲۵۷	۲/۳۶	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۵۷	-۰/۰۰۲۱	۵/۷۵	۰/۰۰۶
زیان	LOSS	-۰/۰۲۰۰	-۰/۰۱۵۳	۱/۳۱	۰/۱۹۱
C		-۰/۶۳۴۶	-۰/۱۷۴۸	-۳/۶۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین				۰/۰۶۹۷	
آماره والد (معناداری)				۴۲/۴۸ (۰/۰۰۰۰)	

منبع: یافته‌های پژوهش

همچنین مطابق با نتایج جدول (۴)، از بین ۱۰۳۲ سال-شرکت تعداد ۴۱۲ سال-شرکت یعنی حدود ۴۰ درصد آنها دارای محدودیت مالی هستند. از بین ۱۰۳۲ سال-شرکت تعداد ۷۴۱ سال-شرکت یعنی حدود ۷۲ درصد آنها دارای مالکیت دولتی هستند. از بین ۱۰۳۲ سال-شرکت تعداد ۸۸ سال-شرکت یعنی حدود ۸/۵ درصد آنها زیان‌ده بوده‌اند.

### آزمون‌های پیش فرض الگوهای رگرسیونی

قبل از تخمین الگوها، بررسی فروض کلاسیک رگرسیون خطی، دارای اهمیت اساسی است. برای انتخاب روش برآورد الگو به صورت ترکیبی یا تلفیقی، از آزمون F لیمر و به منظور انتخاب رویکرد اثرهای ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن بهره گرفته شده است. در مواردی که از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود، از فروض کلاسیک رگرسیون، تنها فرض همسان بودن واریانس‌ها و وجود یا عدم وجود خودهمبستگی موضوعیت پیدا می‌کند (خواجه‌وی و همکاران، ۱۴۰۱). از اینرو، ابتدا فرض همسان بودن واریانس‌ها مورد بررسی قرار گرفت که در این پژوهش از آزمون والد تعدیل شده استفاده شده است. در صورتی که الگو دچار ناهمسانی واریانس باشد، برای رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌شود و در غیر این صورت، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) برای تخمین الگو به کار می‌رود (سوری، ۱۳۹۳). همچنین به منظور بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مستقل از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است.

جدول ۷. نتیجه آزمون فرضیه دوم

$Constraint_{it} = \omega + \phi_1 MEntreach_{it} + \phi_2 IND_{it} + \phi_3 BoardSize_{it} + \phi_4 SIZE_{it} + \phi_5 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر وابسته: محدودیت مالی						
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری	(VIF)
سنگربندی مدیریت	Mentreach	۰/۲۰۵۱	۰/۰۶۷۷	۳/۰۳	۰/۰۰۲	۱/۰۴
استقلال هیئت مدیره	IND	-۰/۹۹۸۵	۰/۳۴۳۵	-۲/۹۱	۰/۰۰۴	۱/۰۳
اندازه هیئت مدیره	BoardSize	۰/۰۶۰۷	۰/۳۰۰۴	۰/۲۰	۰/۱۸۴۰	۱/۰۲
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۹۷۲	۰/۰۴۴۰	-۲/۲۱	۰/۰۲۷	۱/۰۵
زیان	LOSS	۱/۶۶۰۲	۰/۲۷۲۸	۶/۰۶	۰/۰۰۰	۱/۰۶
C		۱/۲۳۳۳	۱/۶۳۳۳	۰/۷۵	۰/۴۵۵	—
ضریب مک فادن		۰/۰۵۷۰				
آماره راست نمایی (معناداری)		(۰/۰۰۰۰)۷۹/۱۸				
معیار درصد صحت پیش بینی مدل		۶۴/۵۳				
آزمون هاسمر - لمشو (معناداری)		(۰/۶۲۰۰)۶/۲۴				

منبع: یافته‌های پژوهش

از بین متغیرهای کنترلی نیز، ضریب استقلال هیئت مدیره (۰/۹۹۸۵-) و زیان (۱/۶۶۰۲) در سطح ۱ درصد معنادارند و ضریب اندازه شرکت (۰/۰۹۷۲-) در سطح ۵ درصد، معنادار است. معیار درصد صحت پیش‌بینی بیانگر آن است که در مجموع مدل توانسته حدود ۶۵ درصد از موارد وقوع و عدم وقوع محدودیت مالی را به درستی رده بندی کند. افزون بر آن، عدم معناداری آماره هاسمر - لمشو (۶/۲۴) بیانگر نیکویی برازش مدل (۲) است.

### نتیجه آزمون فرضیه سوم

نتیجه حاصل از تخمین الگوی فرضیه سوم پژوهش در جدول (۸) ارائه شده است.

معیار عامل تورم واریانس (VIF) نشان می‌دهد که متغیرهای مدل، همخط نیستند. آماره والد برابر با ۴۲/۴۸ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده معنادار است. ضریب تعیین نزدیک به ۷ درصد است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند حدود ۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. نتایج ارائه شده در جدول (۶) بیانگر آن است که سنگربندی مدیریت با ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۹۴) بر سررسید بدهی تاثیر مستقیم دارد و فرضیه اول در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اندازه هیئت مدیره دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد و ضریب مثبت هستند. از این رو رابطه مستقیم و معناداری با متغیر وابسته دارند. متغیر استقلال هیئت مدیره و متغیر زیان با متغیر وابسته رابطه معناداری ندارند. به زعم هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) و دیاموند (۱۹۹۳) بدهی‌های با سررسید کوتاه مدت امکان نظارت بیشتری را بر مدیران فراهم می‌آورند و این امر متناسب با استقلال هیئت مدیره به عنوان یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی است. بنابراین عدم معناداری آن در ارتباط با سررسید بدهی‌های بلندمدت قابل توجیه است. در خصوص عدم معناداری زیان نیز می‌توان بیان کرد که شرکت‌های زیان‌ده به دلیل وضعیت مالی نامطلوب ممکن است با عدم تداوم فعالیت روبرو شوند که این موضوع سبب می‌شود تامین‌کنندگان منابع مالی وارد قراردادهای بلندمدت با آنها نشوند.

### نتیجه آزمون فرضیه دوم

نتایج برازش مدل (۲) در جدول (۷) گزارش شده است. باتوجه به آن که متغیر وابسته این مدل، از نوع دو ارزشی است، مدل با رویکرد لوجیستیک برازش یافته است. معیار عامل تورم واریانس شواهدی از وجود همخطی بین متغیرهای توضیحی مدل (۲)، ارائه نمی‌کند. همچنین، معناداری آماره راست نمایی (۷۹/۱۸) در سطح خطای ۱ درصد، بیانگر معناداری این مدل است. نتایج ارائه شده نشان می‌دهد که ضریب سنگربندی مدیریت (۰/۲۰۵۱) در سطح خطای ۱ درصد، مثبت و معنادار است. این موضوع به آن معناست که سنگربندی مدیریت احتمال رویارویی واحدهای تجاری با محدودیت مالی را افزایش می‌دهد و این نتیجه با پیش بینی مطرح در فرضیه دوم پژوهش، سازگار است.

محدودیت مالی در رابطه بین سنگربندی و سررسید بدهی، از آزمون سوپل استفاده شده است.

جدول ۹. نتیجه آزمون سوپل برای فرضیه سوم

ضریب مسیر میان سنگربندی و محدودیت مالی	۰/۲۰۵
د ضریب مسیر میان محدودیت مالی و سررسید بدهی	۰/۰۱۷
خطای استاندارد مسیر سنگربندی مدیریت و محدودیت مالی	۰/۰۶۷
خطای استاندارد مسیر محدودیت مالی و سررسید بدهی	۰/۰۰۶
فرضیه سوم	آماره
محدودیت مالی بر ارتباط بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی نقش میانجی دارد.	۲,۰۷۸
معداری	۰,۰۱۸

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از آزمون سوپل مشاهده شد که این آزمون دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است بنابراین می‌توان گفت که محدودیت مالی بر ارتباط بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی‌ها نقش میانجی دارد. یعنی، اثر غیرمستقیم سنگربندی مدیریت بر سررسید بدهی‌ها از طریق محدودیت مالی وجود دارد و محدودیت مالی می‌تواند واسطه ارتباط بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی‌ها باشد، بنابراین این فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

#### نتیجه آزمون فرضیه چهارم

نتایج برازش مدل (۴) در جدول (۱۰) گزارش شده است. این مدل نیز با رویکرد لوجیستیک برآوردگر حداکثر راست‌نمایی، برازش یافته است. معیار عامل تورم واریانس شواهدی از وجود همخطی بین متغیرهای توضیحی مدل (۴)، ارائه نمی‌کند و معناداری آماره راست‌نمایی (۸۸/۵۳) در سطح خطای ۱ درصد، بیانگر معناداری مدل است. نتایج ارائه شده نشان می‌دهد که ضریب متغیر تعاملی سنگربندی مدیریت در مالکیت دولتی (۰/۵۲۸۴-) در سطح خطای ۱ درصد، منفی و معنادار است. این موضوع بیانگر آن است که مالکیت دولتی توانسته رابطه مثبت بین سنگربندی مدیریت و محدودیت مالی را تعدیل کند. به بیان دیگر، در مقایسه با سایر شرکت‌ها، در شرکت‌هایی با مالکیت دولتی سنگربندی مدیریت نه تنها احتمال مواجهه با محدودیت‌های مالی را افزایش نمی‌دهد، بلکه موجب کاهش این احتمال (۰/۰۹۰۲=-/۰/۵۲۸۴-۰/۴۳۸۲) نیز می‌شود. این نتایج در مجموع بیانگر عدم رد فرضیه چهارم پژوهش است.

جدول ۸. نتیجه آزمون فرضیه سوم

$$DM_{it} = \omega + \phi_1 MEntreach_{it} + \phi_2 Constraint_{it} + \phi_3 IND_{it} + \phi_4 BoardSize_{it} + \phi_5 SIZE_{it} + \phi_6 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته: سررسید بدهی						
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری	(VIF)
سنگربندی مدیریت	Mentreach	۰/۰۰۸۶	۰/۰۰۳۳	۲/۵۸	۰/۰۱۰	۱/۰۵
محدودیت مالی	Constraint	۰/۰۱۷۴	۰/۰۰۶۸	۲/۵۵	۰/۰۱۱	۱/۰۸
استقلال هیئت مدیره	IND	۰/۰۱۱۰	۰/۰۱۴۳	۰/۷۷	۰/۴۴۲	۱/۰۳
اندازه هیئت مدیره	BoardSize	۰/۱۱۹۶	۰/۰۳۵۱	۲/۴۰	۰/۰۰۱	۱/۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۶۱	۰/۰۰۲۰	۲/۹۵	۰/۰۰۳	۱/۰۶
زبان	LOSS	۰/۰۱۳۵	۰/۰۱۵۵	۰/۸۷	۰/۳۸۵	۱/۱۱
	C	-۰/۶۴۷۷	۰/۱۷۱۰	-۲/۸۹	۰/۰۰۰	—
	ضریب تعیین	۰/۰۷۴۹				
	آماره والد (معناداری)	(۰/۰۰۰۰)۵۱۰۰				

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون هم‌خطی (VIF) نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد. آماره والد برابر با ۵۱ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است. از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین ۷ درصد است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. با توجه به نتایج به دست آمده از برآورد الگو در جدول (۸) سنگربندی مدیریت با ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد بر سررسید بدهی تأثیر مستقیم دارد. همچنین، محدودیت مالی با ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد بر سررسید بدهی تأثیر مستقیم دارد. بنابراین، هدف این مدل بررسی نقش میانجی محدودیت مالی بر رابطه بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی می‌باشد. در این مدل متغیر محدودیت مالی (متغیر میانجی) معنادار بوده و متغیر سنگربندی مدیریت (متغیر مستقل) دارای ضریب تأثیر کمتر نسبت به مدل اول است بنابراین محدودیت مالی بر رابطه بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی میانجی‌گری جزئی دارد. افزون بر آزمون فرضیه سوم برای اطمینان از معنادار بودن متغیر میانجی

جدول ۱۰. نتیجه آزمون فرضیه چهارم

$$Constraint_{it} = \omega + \phi_1 MEntreach_{it} + \phi_2 SOE_{it} + \phi_3 (MEntreach_{it} \times SOE_{it}) + \phi_4 IND_{it} + \phi_5 BoardSize_{it} + \phi_6 SIZE_{it} + \phi_7 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته: محدودیت مالی						
(VIF)	سطح معناداری	آماره Z	خطای استاندارد	ضرایب	نماد	متغیرها
۲/۶۸	۰/۰۰۰	۳/۸۵	۰/۱۱۳۸	۰/۴۳۸۲	Mentreach	سنگربندی مدیریت
۱/۱۰	۰/۲۸۴	۱/۰۷	۰/۱۵۶۱	۰/۱۶۷۴	SOE	مالکیت دولتی
۲/۵۵	۰/۰۰۶	-۲/۷۶	۰/۱۹۱۵	-۰/۵۲۸۴	Mentreach* SOE	سنگربندی مدیریت* مالکیت دولتی
۱/۰۵	۰/۰۰۱	-۳/۲۶	۰/۳۵۰۳	-۱/۱۴۳۰	IND	استقلال هیئت مدیره
۱/۰۱	۰/۹۰۸	۰/۱۲	۰/۳۰۱۴	۰/۰۳۴۹	BoardSize	اندازه هیئت مدیره
۱/۱۱	۰/۰۱۸	-۲/۳۷	۰/۰۴۵۵	-۰/۱۰۷۷	SIZE	اندازه شرکت
۱/۰۶	۰/۰۰۰	۶/۰۱	۰/۲۷۴۵	۱/۶۵۰۰	LOSS	زیان
---	۰/۳۶۴	۰/۹۱	۱/۶۴۶۰	۱/۴۹۳۷	C	
۰/۰۶۳۸				ضریب تعیین		
(۰/۰۰۰) ۸۸/۵۳				آماره راست نمایی (معناداری)		
۶۵/۷۹				معیار درصد صحت پیش بینی مدل		
(۰/۲۵۳۹) ۱۰/۱۶				آماره هاسمر - لمشو (معناداری)		

منبع: یافته‌های پژوهش

و متغیرهای توضیحی حدود ۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. نتایج ارائه شده نشان می‌دهد که ضریب متغیر تعاملی سنگربندی مدیریت در مالکیت دولتی (۰/۰۵۸۵-) در سطح خطای ۱ درصد، منفی و معنادار است. این موضوع بیانگر آن است که مالکیت دولتی رابطه مثبت بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی‌ها را تعدیل کند. به بیان دیگر، در مقایسه با سایر شرکت‌ها، در شرکت‌هایی با مالکیت دولتی سنگربندی مدیریت نه تنها نسبت بدهی‌های بلندمدت (معیار سنجش سررسید) را افزایش نمی‌دهد، بلکه موجب کاهش این نسبت (۰/۰۸۹-) می‌شود. این نتایج در مجموع بیانگر عدم رد فرضیه پنجم پژوهش است. از بین متغیرهای کنترلی نیز، ضریب اندازه هیئت مدیره (۰/۰۵۷۱) و اندازه شرکت (۰/۰۰۸۵) در سطح ۱۰ درصد، معنادارند.

از بین متغیرهای کنترلی نیز، ضریب استقلال هیئت مدیره (۰/۱۴۳۰-) و زیان (۱/۶۵۰۰) در سطح ۱ درصد معنادارند و ضریب اندازه شرکت (۰/۱۰۷۷-) در سطح ۵ درصد، معنادار است. معیار درصد صحت پیش‌بینی بیانگر آن است که در مجموع مدل توانسته حدود ۶۶ درصد از موارد وقوع و عدم وقوع محدودیت مالی را به درستی رده بندی کند. به علاوه، عدم معناداری آماره هاسمر - لمشو (۱۰/۱۶) بیانگر نیکویی برازش مدل (۴) است.

## نتیجه آزمون فرضیه پنجم

نتایج برازش مدل (۵) در جدول (۱۱) گزارش شده است. معیار عامل تورم واریانس شواهدی از وجود همخطی بین متغیرهای توضیحی مدل (۵)، ارائه نمی‌کند، معناداری آماره والد (۱۶/۳۶) در سطح خطای ۵ درصد، بیانگر معناداری مدل است

جدول ۱۱. نتیجه آزمون فرضیه پنجم

$$DM_{it} = \omega + \phi_1 MEntreach_{it} + \phi_2 SOE_{it} + \phi_3 (MEntreach_{it} \times SOE_{it}) + \phi_4 IND_{it} + \phi_5 BoardSize_{it} + \phi_6 SIZE_{it} + \phi_7 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته: سررسید بدهی						
(VIF)	سطح معناداری	آماره Z	خطای استاندارد	ضرایب	نماد	متغیرها
۲/۶۸	۰/۰۰۰	۷/۴۶	۰/۰۰۶۶	۰/۰۴۹۶	Mentreach	سنگربندی مدیریت
۱/۱۰	۰/۵۴۵	۰/۶۱	۰/۰۱۳۷	۰/۰۰۸۲	SOE	مالکیت دولتی
۲/۵۵	۰/۰۰۰	-۷/۸۹	۰/۰۰۷۴	-۰/۰۵۸۵	Mentreach* SOE	سنگربندی مدیریت* مالکیت دولتی
۱/۰۵	۰/۴۶۴	-۰/۷۳	۰/۰۱۴۲	-۰/۰۱۰۴	IND	استقلال هیئت مدیره
۱/۰۱	۰/۰۹۰	۱/۷۰	۰/۰۳۳۶	۰/۰۵۷۱	BoardSize	اندازه هیئت مدیره
۱/۱۱	۰/۰۰۶	۱/۸۳	۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۸۵	SIZE	اندازه شرکت
۱/۰۶	۰/۸۴۲	۰/۲۰	۰/۰۱۱۶	۰/۰۰۲۳	LOSS	زیان
---	۰/۰۷۱	-۱/۸۰	۰/۱۸۶۸	-۰/۳۳۷۲	C	
۰/۰۳۷۶				ضریب تعیین		
(۰/۰۲۲۰) ۱۶/۳۶				آماره والد (معناداری)		

منبع: یافته‌های پژوهش

### بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

سنگربندی مدیریت رخ می‌دهد محدودیت مالی افزایش می‌یابد و محدودیت مالی منجر به افزایش سررسید بدهی‌ها می‌شود. شرکت‌های دارای محدودیت مالی در صورت انتخاب بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت، به دلیل نقدینگی محدود، مجبور به تمدید این بدهی‌ها و در نهایت تحمل هزینه‌های اضافی خواهند شد. بنابراین، در شرایط محدودیت تامین مالی از بدهی‌هایی با سررسید بلند مدت‌تر استفاده می‌نمایند. این نتایج با یافته‌های پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۲) و هارفورد و همکاران (۲۰۱۴) هم‌راستا است.

نتایج فرضیه چهارم پژوهش که در آن نقش تعدیل‌گری وابستگی به دولت در رابطه بین سنگربندی مدیریت و محدودیت مالی مورد آزمون قرار گرفته است، نشان می‌دهد که رابطه سنگربندی مدیریت با محدودیت مالی در شرکت‌هایی که وابستگی دولتی دارند تضعیف شده است و علت این امر نظارت بیشتر دولت و حاکمیت شرکتی قوی‌تر با حضور دولت است که سنگربندی مدیر عامل را محدود می‌کند. ضمن اینکه وجود روابط دولتی خود باعث کاهش محدودیت‌های مالی می‌شود. این یافته‌ها با نتایج پژوهش آقایی و همکاران (۱۴۰۰) و هوستون<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۴) مطابقت دارد.

فرضیه پنجم پژوهش که در رابطه با نقش تعدیل‌گری وابستگی به دولت در رابطه بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی‌ها است تایید شده است و بیانگر تضعیف این رابطه در شرکت‌هایی است که وابستگی دولتی دارند. در این رابطه نیز می‌توان بیان کرد حضور دولت افزون بر محدود کردن سنگربندی مدیران، به دلیل اطمینانی که نسبت به تامین منابع ایجاد می‌کند باعث کاهش ریسک تجدید بدهی و ریسک نقدینگی می‌شود و مدیران را که به دلیل گریز از این ریسک‌ها به بدهی‌هایی با سررسید بلندمدت متمایل بودند از نگرانی رها کرده و امکان استفاده از بدهی‌هایی با سررسید کوتاه‌مدت‌تر را برای آنها فراهم می‌آورد نتایج این فرضیه با پژوهش با پژوهش سجادی و رحیم بنایی (۱۴۰۱) و گنگ و چوی (۲۰۲۱) همپوشانی دارد.

به طور کلی، سنگربندی مدیریت ارزش شرکت را کاهش می‌دهد (داه، ۲۰۱۶) و کاهش ارزش شرکت منجر به فاصله گرفتن سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان از شرکت شده و محدودیت در تامین مالی را افزایش خواهد داد. بریک و لیائو (۲۰۱۷) بیان می‌کنند بدهی‌های کوتاه‌مدت موجب ایجاد هزینه‌های ضمنی شده و تجدید آنها سبب افزایش نگرانی خواهد شد. بر این اساس در شرایط محدودیت مالی و با وجود

هدف این پژوهش بررسی تأثیر سنگربندی مدیریت بر سررسید بدهی‌ها با تأکید بر نقش میانجی محدودیت مالی در شرکت‌های وابسته به دولت در مقایسه با شرکت‌های غیروابسته به دولت است. در راستای دستیابی به اهداف پژوهش یافته حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که با سنگربندی مدیرعامل، بدهی‌هایی با سررسید بلندمدت انتخاب می‌گردد. در توجیه این یافته می‌توان گفت که مدیران جبهه‌گیر متمایل به ابهام اطلاعاتی بالا و کیفیت اعتباری پایین هستند و از بدهی‌هایی با سررسید کوتاه‌تر که با نظارت بیشتری از سوی اعتباردهندگان همراه است دوری می‌کنند. از سوی دیگر و مشابه نتایج پژوهش لی و وانگ (۲۰۲۲) هرچه سررسید بدهی کوتاه‌تر باشد، ریسک تجدید قراردادهای بدهی بیشتر می‌شود و ریسک نقدینگی نیز افزایش خواهد یافت و مدیران برای احساس امنیت بیشتر به سمت بدهی‌های با سررسید بلندمدت‌تر می‌روند. ارتباط مثبت سنگربندی مدیران با انتخاب سررسید بدهی‌ها، در صنایعی که چرخه‌های طولانی سرمایه‌گذاری دارند ممکن است با نیازهای بلندمدت شرکت هماهنگی بیشتری داشته باشد؛ با این حال، در صنایعی که با پیشرفت‌های سریع تکنولوژیکی یا شرایط بازار پویا همراه هستند، سررسیدهای طولانی‌تر که توسط مدیران جبهه‌گیر اعمال می‌شوند، می‌تواند توانایی شرکت برای انطباق و نوآوری را مختل نماید. نتایج این فرضیه با پژوهش لی و وانگ (۲۰۲۲)؛ آمپوفو (۲۰۲۱) و الکوک و همکاران (۲۰۱۹) هم‌سو و با پژوهش قوش و همکاران (۲۰۱۲) هم‌راستا نیست.

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش بیانگر آن بود که سنگربندی مدیریت محدودیت مالی را افزایش می‌دهد. علت این امر کاهش ارزش شرکت ناشی از سنگربندی مدیریت است (زرنی و همکاران، ۲۰۱۰، داه، ۲۰۱۶) و در نتیجه به باور هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) کاهش ارزش شرکت منجر به فاصله گرفتن سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان از شرکت شده و محدودیت در تامین مالی را افزایش خواهد داد. نتایج این فرضیه با پژوهش لین و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) که نشان دادند سنگربندی مدیریت باعث کاهش تولید اطلاعات و افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و سرانجام ایجاد محدودیت‌های مالی برای شرکت می‌شود، منطبق است.

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان داد که محدودیت مالی در رابطه بین سنگربندی مدیریت و سررسید بدهی نقش میانجی دارد. به عبارت دیگر در شرکت‌هایی که



رفتار فرصت طلبانه، سازوکارهای کنترلی به صورتی تعیین شوند تا هم‌سویی بیشتر منافع مدیران و سرمایه‌گذاران فراهم آید. به سیاست‌گذاران و ناظران پیشنهاد می‌شود از این نتایج برای بهبود رویکردهای توسعه خط مشی مربوط به تعدیل قدرت مدیران استفاده کنند که می‌تواند اقدامات نادرست مدیران اجرایی را تعدیل کند. همچنین به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود، نقش تعدیلی متغیرهایی همچون سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کمیته حسابرسی در رابطه سنگربندی مدیریتی و انتخاب سررسید بدهی را مورد بررسی قرار دهند. و در پژوهش‌های آتی خود برای اندازه‌گیری محدودیت مالی از معیارهای دیگری مانند شاخص وایتند و وو (۲۰۰۶) استفاده شود.

در فرآیند انجام پژوهش علمی، مجموعه شرایطی وجود دارد که خارج از کنترل پژوهشگر است ولی به‌طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار دهد. یکی از محدودیت‌های این پژوهش محدود بودن قلمرو زمانی به سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ است که تعمیم نتایج به بازه زمانی قبل و بعد دوره را با احتیاط روبرو می‌کند. همچنین این‌که پژوهش حاضر در دوره‌ای انجام شده است که همه‌گیری کرونا وجود داشته است و ممکن نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار داده باشد.

مدیران جبهه‌گیر که از ریسک نقدینگی و انحلال زودرس گریزان هستند، شرکت‌ها از بدهی‌های کوتاه‌مدت اجتناب نموده و به‌منظور افزایش ذخایر نقدی، به بدهی‌های بلندمدت روی می‌آورند. اما وابستگی به دولت با کاهش محدودیت‌های مالی از یک سو و افزایش قدرت نظارتی از سوی دیگر، موجب تعدیل این روابط خواهد شد. در مجموع، مطابق با نظریه سنگربندی مدیریتی، نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که سطوح فعلی سنگربندی مدیریتی در شرکت‌ها مشوق تصمیمات پرخطر تامین مالی است و می‌تواند در جهت منافع مدیران باشد و تعارض بین مالکان و مدیران را تشدید کند و این امر در شرکت‌های غیروابسته به دولت نمود بیشتری دارد.

با توجه به نتایج پژوهش، به سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری و انعقاد قراردادهای بدهی با شرکت‌ها و به ویژه شرکت‌های غیر وابسته به دولت که در آنها امکان جبهه‌گیری بیشتر مدیران وجود دارد، به عوامل حاکمیت شرکتی توجه ویژه کنند و وضعیت مالی شرکت‌هایی را که دارای محدودیت‌های مالی هستند با دقت بیشتری مورد تحلیل قرار دهند. از سوی دیگر پیشنهاد می‌شود با توجه به اثرات سنگربندی مدیران در کاهش ارزش شرکت و امکان

## References

- Abdioglu, N; & Abdioglu, H. (2017). Managerial Ownership and Corporate Debt Maturity: Evidence from BIST-100 Firms. *International Journal of Economic Perspectives*, 11(1), 102-115.
- Aghaei, M. A; Fateri, A; & Weysihsar, S. (2021). The Effect of Political Connections with the Government on the Relationship between CEO Power and Capital Structure in Companies. *Journal of Accounting and Social Interests*, 11(3), 1-30. (In Persian).
- Alcock, J; Finn, F; & Tan, K. J. K. (2019). Debt Covenants, Agency Costs and Debt Maturity. *Agency Costs and Debt Maturity*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3403989>
- Ali, C. B; & Lesage, C. (2013). Audit pricing and nature of controlling shareholders: Evidence from France. *China journal of accounting Research*, 6(1), 21-34.
- Almeida, H; & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.
- Ampofo, A. A. (2021). Two Essays on Capital Structure Decisions of the Firm: An Empirical Analysis of the Impact of Managerial Entrenchment and Ethical Corporate Citizenship (Doctoral dissertation, Virginia Tech).
- Antounian, C; Dah, M. A; & Harakeh, M. (2021). Excessive managerial entrenchment, corporate governance, and firm performance. *Research in International Business and Finance*, 56, 101392.
- Arab, R; Panahi, S; Sufi, K & Gholamrezapour, M (1400). Empirical investigation of alignment and entrenchment theories in explaining the effect of family ownership in the relationship between the optimistic tone of financial reporting and audit fees. *Capital Market Analysis*, 1(3), 25-48. (In Persian).
- Bebchuk, L. A; & Fried, J. M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspective*, 17(3), 71-92.
- Benmelech, E. (2006). Managerial entrenchment and debt maturity: Theory and evidence. *Harvard University and the National Bureau of Economic Research Working Paper*.
- Berger, P. G; Ofek, E. Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
- Bousetta, M. (2021). Managerial Entrenchment and Firm Performance: Evidence from Moroccan Listed Companies, *Central European Management Journal*, 29(3), 342-357.
- Brick, I. E; & Liao, R. C. (2017). The joint determinants of cash holdings and debt maturity: the case for financial constraints. *Review of quantitative finance and accounting*, 48, 597-641.
- Chala, A. T. (2018). *Refinancing Risk and Debt Maturity Choice during a Financial Crisis* (No. 2018: 33). Working Paper.
- Chaney, P. K; Faccio, M; & Parsley, D. (2011). The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 58-76.
- Chen, H; Xu, Y; & Yang, J. (2021). Systematic risk, debt maturity, and the term structure of credit spreads. *Journal of financial economics*, 139(3), 770-799.
- Claessens, S; Djankov, S; Fan, J. P; & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741-2771.
- Cornett, M. M; Marcus, A. J; & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of financial economics*, 87(2), 357-373.
- Cremers, K. M; Nair, V. B; & Wei, C. (2007). Governance mechanisms and bond prices. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1359-1388.
- Dah, M. A. (2016). Governance and firm value: The effect of a recession. *Research in International Business and Finance*, 37, 464-476.
- Darabi, R; & Barzegar, S. (2019). The Effect of Tax Avoidance on Relationship between Government ownership and Corporate

- Financial Constraints. *Governmental Accounting*, 5(1), 55-68. (In Persian).
- De Miguel, A; Pindado, J; & De La Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- Denis, D. J; & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- Di Meo, F; García Lara, J, M; Surroca, J, A. (2017). Managerial entrenchment and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36 (2). 399-414.
- Diamond, D. W. (1993). Seniority and maturity of debt contracts. *Journal of financial Economics*, 33(3), 341-368.
- Draief, S; & Chouaya, A. (2022). The effect of debt maturity structure on earnings management strategies. *Managerial Finance*, 48(7), 985-1006.
- Dunn, P. (2004). The impact of insider power on fraudulent financial reporting. *Journal of Management*, 30, 397-412.
- Elyasiani, E; & Zhang, L. (2015). CEO entrenchment and corporate liquidity management. *Journal of Banking & Finance*, 54, 115-128.
- Fakhari, H; KashaniPour, M; & Rajabbeyki, M. A. (2014). The Monitoring Role of Ownership Structure and Debt Policy on Controlling Agency Problem of Free Cash Flow of Companies Listed in the Tehran Stock exchange (TSE). *Journal of Accounting Advances*, 6(1), 63-90. (In Persian).
- Fazzari, S. M; Hubbard, R. G; & Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 19(1), 141-206.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance*, 41(1), 19-37.
- Ghosh, C; Giambona, E; Harding, J. P; & Sirmans, C. F. (2011). How entrenchment, incentives and governance influence REIT capital structure. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 43, 39-72.
- Golkhandan, A (2016). Threshold effect of managerial ownership on firm value: A re-examination using the PSTR model. *Management Accounting*, 10(34), 85-98. (In Persian).
- Gomariz, M. F. C; & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of banking & finance*, 40, 494-506.
- Gong, Y; & Choi, S. U. (2021). State ownership and accounting quality: evidence from state-owned enterprises in China. *Sustainability*, 13(15), 8659.
- Goyal, V. K; & Park, C. W. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate finance*, 8(1), 49-66.
- Grossman, S. J; & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In *The economics of information and uncertainty*. University of Chicago Press.
- Gupta, M; & Fields, L. P. (2006). Debt maturity structure and earnings management. *The Financial Management Association*, 1-37.
- Hajiha, Z & Akhlaghi, H. (2014). The Investigation of the Board Characteristics' Effect on Firm Debt Maturity Structure. *Management Accounting*, 6(17), 59-74. (In Persian).
- Hambrick, D. C; & Fukutomi, G. D. (1991). The seasons of a CEO's tenure. *Academy of management review*, 16(4), 719-742.
- Harford, J; Klasa, S; & Maxwell, W. F. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *The Journal of Finance*, 69(3), 975-1012.
- Harford, J; Li, K; & Zhao, X. (2008). Corporate boards and the leverage and debt maturity choices. *International Journal of Corporate Governance*, 1(1), 3-27.
- Hart, Oliver D; and John Moore, (1995), Debt seniority: An analysis of the role of hard claims on constraining management, *American Economic Review*, 85, 567-585.
- Hasani, M & Maithami, M. (2018). Examining the effect of maturity and quality of

- financial reporting on investment and investment. *Financial knowledge of stock analysis*, 12(41), 1-14. (In Persian).
- Hashemi, S. A; Samadi, S; & Hadian, R. (2015). The effect of financial reporting quality and debt maturity on investment efficiency. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 11(44), 117-143. (In Persian).
- Hong, H; & Kubik, J. D. (2003). Analyzing the analysts: Career concerns and biased earnings forecasts. *The Journal of Finance*, 58(1), 313-351.
- Hope, O. K; Thomas, W. B; & Vyas, D. (2009). Transparency, ownership, and financing constraints in private firms. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 591-626.
- Houston, J. F; Jiang, L; Lin, C; & Ma, Y. (2014). Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 193-243.
- Irani, R. M; & Oesch, D. (2015). Financial constraints and corporate disclosure: Evidence from a quasi-experiment. *Journal of Financial Economics*, 109, 398-418.
- Jensen, M. C; & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
- Jensen, M; Meckling, W.H. (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(7), 305-360
- Jie, H. U. (2014). Debt Maturity Structure, Managerial Entrenchment Effect and Managerial Compensation Level in Chinese Listed Firms. *Collected Essays on Finance and Economics*, 178(2), 64.
- Johnson, S. A. (2003). Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage. *The review of Financial studies*, 16(1), 209-236.
- Kaplan, S. N; & Zingales, L. (1997). Do investment cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The quarterly journal of economics*, 112(1), 169-215.
- Khajavi, S; Weysihsar, S; & Ghayouri Moghaddam, A. (2022). Investigating the Impact of Managers' Ability on Conservatism with a Focus on the Size and Leverage of Firms. *Accounting and Auditing Review*, 29(4), 628-649. (In Persian).
- Klock, M. S; Mansi, S. A; & Maxwell, W. F. (2005). Does corporate governance matter to bondholders? *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(4), 693-719.
- Koo, K; & Kim, J. (2019). CEO power and firm opacity. *Applied Economics Letters, Taylor & Francis Journals*, 26(10), 791-794.
- Kumar, P; & Rabinovitch, R. (2013). CEO entrenchment and corporate hedging: Evidence from the oil and gas industry. *Journal of financial and quantitative analysis*, 48(3), 887-917.
- Lamont, O; Polk, C; & Saaá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The review of financial studies*, 14(2), 529-554.
- Lee, C. C; & Wang, C. W. (2022). Liquidation threat: Behavior of CEO entrenchment. *Finance Research Letters*, 47, 102949.
- Lin, C; Wei, L; & Xie, W. (2020). Managerial entrenchment and information production. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(8), 2500-2529.
- Liu, L; Qu, W; & Haman, J. (2018). Product market competition, state-ownership, corporate governance and firm performance. *Asian Review of Accounting*, 26(1), 62-83.
- Lizares, R. M. (2022). Ownership concentration and board structure: Alignment and entrenchment effects in an emerging market. *Managerial and Decision Economics*, 43(6), 2557-2569.
- Lotfi, A. (2021). The Relationship between Management Entrenchment and Audit Opinion Shopping. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 5(2), 79-92.
- Markarian, G; & Santalo, J. (2014). Product market competition, information and earnings management. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(5-6), 572-599.

- Marouan, K. (2015). Corporate Board Characteristics, Managerial Entrenchment and Diversification Strategy, Evidence from Tunisian Context, *International Journal of Business and Management*, 10 (7), 18-195.
- Miri, P; Talibnia, R; Ahmadi, F; & Vakilifard, H (1400). Examining the effect of entrenchment of the CEO on the social pressure of the stakeholders: a critique of the theory of hegemonic stability. *Management Accounting*, 14(48), 169-192. (In Persian).
- Namazi, M; Hajiha, Z; & Chenari, H (2016). The impact of debt maturity structure on accrual-based earnings management. *Financial accounting and auditing research*, 9(34), 1-30. (In Persian).
- Navissi, F; & Naiker, V. (2006). Institutional ownership and corporate value. *Managerial finance*, 32(3), 247-256.
- Noraniyazad, S; & Rahmanian Koushkaki, A. (2023). Evaluation of the Relationship between Shareholder Competition Intensity and Performance and Value of Active Stock Exchange Companies: Evidence from Managerial Entrenchment or Convergence of Interests. *Financial Accounting Research*, 15(1), 73-98. (In Persian).
- Paligorova, T; & Santos, J. A. (2017). Banks' exposure to rollover risk and the maturity of corporate loans. *Review of Finance*, 21(4), 1739-1765.
- Poursoleiman, E; Mansourfar, G; & Abidin, S. (2020). Financial leverage, debt maturity, future financing constraints and future investment. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(4), 613-634.
- Sajadi, S. H; & bonabi ghadim, R. (2022). The Effect of Government Ownership on Relationship between Information Competition and Earning Persistence. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 19(75), 41-68. (In Persian).
- Salmanian, M; vakili fard, H. R; hamidian, M; sarraf, F; & darabi, R. (2018). Provide a Financial Limit Forecast Model. *Governmental Accounting*, 4(2), 93-104. (In Persian).
- Shan, Y. G; Troshani, I; Wang, J; & Zhang, L. (2024). Managerial ownership and financial distress: evidence from the Chinese stock market. *International Journal of Managerial Finance*, 20(1), 192-221.
- Sheu, H. J; & Lee, S. Y. (2012). Excess cash holdings and investment: the moderating roles of financial constraints and managerial entrenchment. *Accounting & Finance*, 52, 287-310.
- Shleifer, A; & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
- Stickel, S. E. (1992). Reputation and performance among security analysts. *The Journal of Finance*, 47(5), 1811-1836.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610.
- Suri, A. (2013). *Preliminary econometrics*. Tehran: Culture Publishing House. (In Persian).
- Taheri, M; & Jafari, M. (2023). The Moderating Effect of Management Entrenchment on the Relationship between Dividend and Debt Policy with Investor Sentiment. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 19(76), 39-64. (In Persian).
- Tao, Q; Zhao, Z; Zhang, M; & Xiang, X. (2018). Managerial Placement and Entrenchment. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(14), 3366-3383.
- Tee, C. M. (2019). CEO power and audit fees: Evidence from Malaysia. *International Journal of Auditing*, 23(3), 365-386.
- Tehrani, R; & Hesarzadeh, R. (2009). The effect of free cash flow and financing constraints on over-investment and under-investment. *Accounting and Auditing Research*, 1(3), 50-67. (In Persian).
- Tirole, J. (2005). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.

- Ulupinar, B. (2018). The effect of managerial entrenchment on analyst bias. *Global Finance Journal*, 37, 25-38.
- Vintilă, G; & Gherghina, Ş. C. (2014). The impact of ownership concentration on firm value. Empirical study of the Bucharest Stock Exchange listed companies. *Procedia Economics and Finance*, 15, 271-279.
- Wang, C.W. & Chiu, W.C. (2018). Effect of short-term debt on default risk: evidence from pacific basin countries, *Pacific-Basin Finance Journal*, 57,101026.
- Zerni, M; KALLUNKI, J. P; & Nilsson, H. (2010). The entrenchment problem, corporate governance mechanisms, and firm value. *Contemporary Accounting Research*, 27(4), 1169-1206.