



Shahid Bahonar
University of Kerman



Iranian
Accounting Association

The Mediating Effect of Corporate Governance on the Relationship Between Strategic Deviation and Debt Maturity Structure

Jamil Ebrahimi^{1✉}, Esmail Amiri² and Hosein Ameri³

1. **Corresponding Author**, Department of Accounting, Faculty of Social Sciences, Economics, and Accounting, Razi University, Kermanshah, Iran. **Email:** j.ebrahimi@razi.ac.ir
2. Department of Accounting, Faculty of Humanities, University of Jiroft, Jiroft, Iran. **Email:** esmaeilamiri@ujiroft.ac.ir
3. Assistant Professor, Department of Accounting, University of Mazandaran, Babolsar, Iran. **Email:** h.ameri@umz.ac.ir

Article Info

Article Type:

Research Article.

Article History:

Received: 4 December 2026

Received in revised form: 14 July 2026

Accepted: 24 July 2026

Available online:

Keywords:

Strategic Deviation,
Debt Maturity Structure,
Corporate Governance,
Financing.

JEL Classification:

G34, L21.

A B S T R A C T

Objective: The maturity structure of corporate debt is considered one of the most important corporate financial policies, as inappropriate debt maturity decisions may lead to liquidity constraints and the loss of valuable investment opportunities. Accordingly, this study aims to examine the mediating role of corporate governance in the relationship between strategic deviation from the industry and corporate debt maturity structure.

Method: This study is applied in terms of its objective and descriptive–correlational in terms of its research design. The data were analyzed using regression analysis. The statistical population consists of firms listed on the Tehran Stock Exchange, from which a sample of 124 companies was selected for the period 2016–2023, resulting in 992 firm-year observations.

Results: The findings indicate that strategic deviation from the industry is positively associated with debt maturity structure. However, the mediating role of corporate governance in this relationship was not supported. Furthermore, the results remained robust across a series of sensitivity analyses.

Conclusion: The findings suggest that strategic deviation is an important determinant of firms' debt maturity structure, leading companies to rely more heavily on short-term debt financing. These results can help managers better understand the potential costs associated with strategic deviation alongside its benefits and assist investors in evaluating the risks associated with firms pursuing strategies that deviate from industry norms.

Cite this article: Ebrahimi, J., Amiri, E., & Ameri, H. (2027). The mediating effect of corporate governance on the relationship between strategic deviation and debt maturity structure. *Journal of Accounting Knowledge*, *(*), *-*.



Publisher: Shahid Bahonar University of Kerman.

©The Author(s).

Introduction

Debt maturity structure is one of the most important corporate financial policies, as it fundamentally influences firms' investment and liquidity decisions. For example, while short-term debt can reduce transaction costs and liquidity premiums, it also increases refinancing risk and the need to maintain higher cash holdings. Prior studies have shown that both firm-specific characteristics and macroeconomic factors influence corporate debt maturity structure. However, the extent to which strategic deviation affects debt maturity has not yet been comprehensively examined. Accordingly, the primary objective of this study is to investigate the effect of strategic deviation on firms' debt maturity structure.

Firms exhibiting greater strategic deviation are generally associated with higher information risk and more severe agency problems, which may increase their reliance on short-term debt financing. Conversely, because strategic deviation also raises refinancing risk, managers may seek to reduce their dependence on short-term debt, suggesting a potential negative relationship between strategic deviation and short-term debt usage. Furthermore, the presence of major customers may encourage firms to adopt longer debt maturities. In the Iranian context, weaknesses in corporate governance mechanisms, inefficiencies in the corporate financing system, weak regulatory institutions, ownership concentration, and agency conflicts may prevent corporate governance from functioning as an effective channel through which strategic deviation influences debt maturity structure. Existing evidence also suggests that Iranian firms rely primarily on bank financing rather than alternative financing sources, such as equity issuance. In addition, trade credit remains an important source of financing, while firms facing higher bankruptcy risk tend to rely more heavily on short-term borrowing.

Based on these arguments, the following hypotheses are proposed:

Hypothesis 1: Strategic deviation is associated with debt maturity structure.

Hypothesis 2: Corporate governance mediates the relationship between strategic deviation and debt maturity structure.

Method

This study is applied in terms of its objective and adopts a descriptive–correlational research design. The empirical analysis is conducted using regression models. The required data were collected through documentary methods from the Tehran Stock Exchange's CODAL database and the Rahavard Novin 3 database. The statistical population consists of companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period from 2016 to 2023. After applying the sample selection criteria, the final sample comprised 124 firms, yielding a total of 992 firm-year observations.

Results

The results for the first hypothesis indicate that strategic deviation is positively and significantly associated with debt maturity structure. Thus, the first hypothesis is supported, confirming a significant relationship between strategic deviation and debt maturity structure. More specifically, firms exhibiting greater strategic deviation from their industry peers rely more heavily on current liabilities, resulting in a shorter debt maturity structure. The significant effect of the financial distress variable further suggests that this relationship may be driven by increased firm risk and more limited access to long-term financing. Consequently, firms that deviate more substantially from industry norms tend to finance their operations through current liabilities and short-term debt.

The results for the second hypothesis show that, although the relationship between strategic deviation and corporate governance is positive, it is not statistically significant. To further examine the potential mediating effect, the Sobel test was conducted. The findings confirm that the relationship between the independent variable and the mediating variable is statistically

insignificant, indicating that corporate governance does not mediate the relationship between strategic deviation and debt maturity structure.

Conclusions

The findings of this study demonstrate that strategic deviation is not merely a managerial strategic choice but also has important financial implications for firms. Specifically, the results indicate that strategic deviation significantly increases firms' reliance on short-term debt financing, a finding that is both statistically significant and economically meaningful. Moreover, the evidence suggests that this relationship is not transmitted through the corporate governance channel, highlighting an important distinction from part of the existing literature. These findings provide clear evidence that strategic deviation can alter firms' financing structures by limiting access to long-term financing while increasing liquidity pressures. The robustness of these findings was confirmed through a series of sensitivity analyses.

From a theoretical perspective, this study extends the emerging literature on the financial consequences of strategic deviation by demonstrating that this relatively underexplored strategic characteristic is an important determinant of corporate debt maturity structure. Furthermore, the findings confirm that the relationship between strategic deviation and short-term financing also exists in an emerging market such as Iran, thereby addressing an important gap in the literature, which has primarily focused on developed economies.

From a practical perspective, the findings have important implications for managers, investors, creditors, and policymakers. Managers should recognize that strategies that substantially deviate from industry norms may expose firms to greater liquidity pressures and restrict their access to long-term financing. Consequently, the financing implications of strategic decisions should be carefully evaluated when formulating corporate strategies. Investors and creditors may also incorporate strategic deviation into their assessments of firms' liquidity and financing risks, as firms with greater strategic deviation are more likely to encounter constraints in obtaining long-term financing. For regulators and policymakers, the findings suggest that excessive strategic deviation may contribute to financial instability at both the firm and industry levels.

Based on these findings, managers are advised to carefully evaluate the financing consequences of strategic initiatives that substantially depart from prevailing industry practices. Because greater strategic deviation is associated with increased reliance on short-term debt, firms should simultaneously adopt effective liquidity management policies and secure stable sources of financing to mitigate debt maturity risk. Investors and creditors are encouraged to consider strategic deviation as an additional indicator when assessing firms' financial risk and creditworthiness. Since firms with greater strategic deviation may experience more limited access to long-term financing, incorporating this factor into investment and lending decisions may improve the accuracy of risk assessments.

Financial regulators, including the Securities and Exchange Organization, are also encouraged to strengthen disclosure requirements regarding firms' strategic orientation. Greater transparency concerning strategic decisions and the extent of deviation from industry norms can reduce information asymmetry between managers and capital providers and facilitate more efficient capital allocation. Moreover, given the absence of a mediating role for corporate governance, policymakers should complement corporate governance mechanisms with additional measures, such as improving disclosure quality, expanding analyst coverage, strengthening credit rating systems, and enhancing oversight of corporate financial risks, since corporate governance mechanisms alone may not be sufficient to mitigate the financial consequences of strategic deviation.

Future research is encouraged to examine the mediating or moderating roles of information asymmetry, financial constraints, analyst coverage, financial reporting quality, and default risk

4/ The mediating effect of corporate governance on the relationship between strategic deviation and...

in the relationship between strategic deviation and debt maturity structure. In addition, investigating this relationship in privately held firms, other emerging markets, and periods of economic instability would further enrich the literature.

Overall, this study identifies strategic deviation as an important yet relatively overlooked determinant of corporate financing decisions. Its findings contribute to both financial theory and managerial practice by demonstrating that neglecting strategic deviation may impose substantial costs on firms, investors, and policymakers alike.

Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

Data available on request from the authors.

Acknowledgements

The authors would like to thank all participants in the present study.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

Funding

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.

تأثیر میانجی حاکمیت شرکتی در رابطه بین انحراف استراتژیک و ساختار سررسید بدهی

حمیل ابراہیمی،^۱ اسماعیل امیری^۲ و حسین عامری^۳

۱. نویسنده مسئول، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران. [ایمانامه: j.ebrahimi@razi.ac.ir](mailto:j.ebrahimi@razi.ac.ir)

۲. گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه جیپفت، جیپفت، اراک، **ایماننامه:** esmaeilamiri@ujiroft.ac.ir

۳. گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران؛ h.ameri@umz.ac.ir، ایمانامه:

چکیدہ

اطلاعات مقاله

نوع مقاله: مقاله پژوهشی.

تاریخها:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۹/۱۳

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۵/۴/۲۳

تاریخ مذکور: ۱۴۰۵/۵/۲

تاریخ انتشار برخط:

هدف: ساختار سررسید بدهی یکی از مهم‌ترین سیاست‌های مالی شرکت‌ها به شمار می‌رود که بی‌توجهی به آن می‌تواند منجر به بروز مشکلات نقدینگی و از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری شود. لذا هدف این پژوهش، بررسی تأثیر میانجی حاکمیت شرکتی، در رابطه بین، انحراف استراتژیک از صنعت و ساختار سررسید بدهی، است.

روش: از نظر هدف، این پژوهش کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش در زمره مطالعات توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد و داده‌ها با بهره‌گیری از روش رگرسیونی مورد آزمون قرار گرفته‌اند. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران است که با انتخاب ۱۲۴ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ (معادل ۹۹۲ مشاهده سال-شرکت) نمونه‌گیری انجام شد.

یافته‌ها: نتایج نشان داد میان انحراف استراتژیک از صنعت و ساختار سررسید بدهی رابطه‌ای مستقیم برقرار است، اما این رابطه از مسیر حاکمیت شرکتی تأیید نشد و یافته‌ها در آزمون‌های تحلیل حساسیت متعدد بایدار باقی ماندند.

نتیجه‌گیری: نتایج بیانگر آن است که انحراف استراتژیک عاملی تعیین‌کننده در ساختار سررسید بدهی شرکت‌ها محسوب می‌شود و آنها را به استفاده بیشتر از بدهی‌های کوتاه‌مدت سوق می‌دهد. این نتایج می‌تواند به مدیران در شناسایی پیامدهای منفی انحراف استراتژیک در کنار مزایای آن و به سرمایه‌گذاران در ارزیابی ریسک‌های سرمایه‌گذاری کمک کند.

واژه‌های کلیدی:

انحراف استر اٹریک،

ساختار سررسید بدهی،

حاکمیت شرکتی،

تأمين مالي.

طبقه بندی JEL:

G34, L21.

استاد: ابراهیمی، جمیل؛ امیری، اسماعیل و عامری، حسین (۱۴۰۵). تأثیر میانجی حاکمیت شرکتی در رابطه بین انحراف استراتژیک و ساختار سررسید بدهی. *مجله*

دانش، حسابداری، (*)*، *-*، <https://doi.org>.

ناشر: دانشگاه شهید باهنر کرمان.

© نویسنده / نویسندگان.



۱- مقدمه

ساختار سررسید بدهی شرکت یکی از سیاست‌های کلیدی مالی به شمار می‌آید که به‌طور اساسی بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری و نقدینگی شرکت تأثیر می‌گذارد (آلمیدا^۱ و همکاران، ۲۰۱۲ و هارفورد^۲ و همکاران، ۲۰۱۴). به عنوان نمونه، بدهی کوتاه‌مدت باعث کاهش هزینه‌های معاملاتی و صرف نقدینگی می‌شوند (ادواردز^۳ و همکاران، ۲۰۰۷ و بائو^۴ و همکاران، ۲۰۱۱)، اما در مقابل، ریسک بازتأمین مالی و میزان نگهداری وجه نقد را افزایش می‌دهد (هارفورد و همکاران، ۲۰۱۴ و گوپالان^۵ و همکاران، ۲۰۱۴). مطالعات پیشین نشان داده‌اند که توانایی مدیران می‌تواند میزان استفاده از اهرم مالی توسط شرکت را تحت تأثیر قرار داده و سبب می‌شود که مدیریت به سمت استفاده از اهرم بیشتر میل پیدا کند (علی نژاد سروکلانی و تارفی، ۱۳۹۶). همچنین برخی دیگر از مطالعات نشان داده‌اند که مجموعه‌ای از ویژگی‌های سطح شرکت و عوامل کلان اقتصادی بر ساختار سررسید بدهی شرکت تأثیرگذار هستند (بارکلی^۶ و همکاران، ۲۰۰۳؛ بیلت^۷ و همکاران، ۲۰۰۷؛ حسن^۸ و همکاران، ۲۰۲۲؛ هوانگ و شنگ^۹، ۲۰۱۹ و هوانگ^{۱۰} و همکاران، ۲۰۲۰). با این حال، میزان تأثیر انحراف استراتژیک بر ساختار سررسید بدهی شرکت تاکنون به‌طور کامل بررسی نشده است. به همین منظور هدف از انجام این پژوهش بررسی تأثیر انحراف استراتژیک بر ساختار سررسید بدهی شرکت است.

انحراف استراتژیک به این معناست که تخصیص منابع استراتژیک یک شرکت از همتایان صنعتی آن متفاوت است؛ تعریفی که با پژوهش‌های اخیر همسو است (دونگ^{۱۱} و همکاران، ۲۰۲۱ و یه^{۱۲} و همکاران، ۲۰۲۱). شواهد جدید نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از لحاظ استراتژیک از همتایان صنعتی خود فاصله می‌گیرند، با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند (طاهری و قبادی‌اسکی، ۱۴۰۲) که به نوبه خود موجب کاهش هم‌گرایی قیمت سهام می‌گردد (یه و همکاران، ۲۰۲۱). افزون بر این، اتخاذ یک استراتژی کسب‌وکار متفاوت، ارزیابی عملکرد مدیران را برای ناظران بیرونی دشوارتر می‌سازد (لیتو^{۱۳} و همکاران، ۲۰۱۲) و این امر می‌تواند سطح مسائل نمایندگی را تشدید کند. همسو با این دیدگاه، دونگ و همکاران (۲۰۲۱) نشان دادند انحراف استراتژیک منجر به افزایش نگهداری وجه نقد و کاهش ارزش وجه نقد نگهداری شده می‌شود.

ادبیات پیشین در حوزه سررسید بدهی نشان می‌دهد افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی، وام‌دهندگان را ترغیب می‌کند تا برای کاهش ریسک اعتباری، بدهی کوتاه‌مدت در اختیار شرکت‌ها قرار دهند و از این طریق مدیران را در معرض نظارت و مذاکره مکرر قرار دهند (دیاموند^{۱۴}، ۱۹۹۱ و راجان و وینتون^{۱۵}، ۱۹۹۵). شمس‌الدینی و همکاران (۱۳۹۸) نشان دادند که رابطه‌ای منفی بین سررسید بدهی کوتاه‌مدت و ریسک سقوط قیمت سهام وجود دارد که می‌تواند نشان‌دهنده میل مدیران به بدهی‌های کوتاه‌مدت در زمان پدید آمدن ریسک سقوط قیمت سهام باشد.

با توجه به اینکه شرکت‌های دارای انحراف استراتژیک با ریسک اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی بیشتری مواجه‌اند، انتظار می‌رود این شرکت‌ها بیشتر به بدهی کوتاه‌مدت متکی باشند. با این حال، از آنجا که انحراف استراتژیک، ریسک

¹ Almeida² Harford³ Edwards⁴ Bao⁵ Gopalan⁶ Barclay⁷ Billett⁸ Hasan⁹ Huang & Shang¹⁰ Huang¹¹ Dong¹² Ye¹³ Litov¹⁴ Diamond¹⁵ Rajan & Winton

بازتأمین مالی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد، ممکن است مدیران انگیزه پیدا کنند که کمتر به بدهی کوتاه‌مدت وابسته باشند، که نشان‌دهنده یک رابطه منفی میان انحراف استراتژیک و بدهی کوتاه‌مدت است. از طرف دیگر این احتمال وجود دارد که مدیران به دلیل وجود مشتریان عمده در شرکت میل به ساختار سررسید بدهی بلندمدت داشته باشند (نیکبخت و همکاران، ۱۳۹۸). علاوه بر این، از آنجا که انحراف استراتژیک بر عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی اثر می‌گذارد و این متغیرها خود بر بدهی کوتاه‌مدت تأثیرگذارند، پیش‌بینی می‌شود که انحراف استراتژیک به‌طور غیرمستقیم نیز از طریق اثرگذاری بر عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی بر بدهی کوتاه‌مدت تأثیر داشته باشد. از سوی دیگر، با توجه به اینکه در ایران ممکن است به دلیل وجود ضعف‌های حاکمیت شرکتی، ناکارایی سیستم تأمین مالی شرکت‌ها در اقتصاد ایران، نهادهای نظارتی ضعیف، ساختار مالکیت و تضاد منافع، رابطه غیرمستقیم از طریق حاکمیت شرکتی وجود نداشته باشد. برای مثال ابراهیمی و امیری (۱۴۰۴) بیان کردند اکثر تأمین مالی شرکت‌ها از طریق تسهیلات بانکی انجام می‌شود و کمتر به استفاده از سایر ابزارها مانند انتشار سهام روی می‌آورند. همچنین چن^۱ و همکاران (۲۰۲۳) نیز دریافتند شرکت‌ها برای تأمین مالی خود از اعتبار تجاری استفاده کرده و در صورت اینکه شرکت دارای ریسک ورشکستگی بالایی باشد، استفاده از تسهیلات کوتاه‌مدت شدت بیشتری پیدا می‌کند.

این پژوهش در چند بُعد مهم ادبیات موجود را گسترش می‌دهد. نخست، جریان رو به رشد ادبیات مربوط به ساختار سررسید بدهی را توسعه می‌دهد (هارفورد و همکاران، ۲۰۱۴؛ دنگ و فن^۲، ۲۰۱۶؛ هوانگ و شنگ، ۲۰۱۹؛ حسن و همکاران، ۲۰۲۲) و شواهد جدیدی را ارائه می‌دهد که نشان‌دهنده ایفای نقش مهم انحراف استراتژیک شرکت در تعیین سررسید بدهی است. دوم، به ادبیات نوظهور پیرامون انحراف استراتژیک کمک می‌کند. ادبیات مدیریت استراتژیک عواملی را بررسی می‌کند که شرکت‌ها را به اتخاذ رویکردهای متفاوت سوق می‌دهد (کارپنتر^۳، ۲۰۰۰؛ ژنگ^۴، ۲۰۰۶ و بدنار^۵ و همکاران، ۲۰۱۳). پژوهش‌های اخیر نشان داده‌اند که انحراف استراتژیک موجب کاهش هم‌گرایی بازده سهام (یه و همکاران، ۲۰۲۱) و افزایش نگهداری وجه نقد (دونگ و همکاران، ۲۰۲۱) می‌شود. این پژوهش نشان می‌دهد انحراف استراتژیک بر انتخاب سررسید بدهی شرکت‌ها تأثیرگذار است. از این منظر، مطالعه حاضر نخستین پژوهشی است که اثر انحراف استراتژیک بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها در ایران را بررسی می‌کند. در نهایت، یافته‌های پژوهش حاضر پیامدهای کاربردی مهمی دارد. برای نمونه، از آنجا که انحراف استراتژیک دسترسی شرکت‌ها به تأمین مالی بلندمدت را محدود می‌سازد، مدیران باید در تدوین استراتژی شرکتی پیامدهای منفی آن را مدنظر قرار دهند. همچنین، سرمایه‌گذاران نیز باید در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود، آثار ناشی از اتخاذ استراتژی کسب‌وکار متفاوت را مورد توجه قرار دهند.

ادامه بخش‌های این پژوهش بدین صورت سازمان‌دهی شده است. در بخش ۲ به مبانی نظری پژوهش پرداخته و فرضیه‌ها ارائه می‌شوند. در بخش ۳ روش‌شناسی پژوهش توضیح داده می‌شود. در بخش ۴ یافته‌های پژوهش تشریح شده، و در نهایت در بخش ۵ نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش بیان می‌شود.

¹ Chen² Dang & Phan³ Carpenter⁴ Zhang⁵ Bednar

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در این بخش، ابتدا بحث انحراف استراتژیک از صنعت توضیح داده شده و سپس مبانی نظری مربوط به ارتباط بین انحراف استراتژیک از صنعت و ساختار سررسید بدهی و همچنین مباحث نظری پشتوانه احتمال وجود رابطه بین این دو متغیر از طریق کانال حاکمیت شرکتی مورد اشاره قرار گرفته و فرضیه‌های پژوهش بیان می‌شوند.

۲-۱- انحراف استراتژیک از صنعت

شرکت‌ها همواره با این پرسش اساسی روبه‌رو هستند که آیا باید مسیر همتایان خود را دنبال کنند یا راهبردهایی متفاوت در عرصه رقابت و تخصیص منابع برگزینند. تبعیت استراتژیک به میزان مشابهت خط‌مشی‌های یک شرکت با سایر شرکت‌های هم‌صنعت اشاره دارد، در حالی که انحراف استراتژیک به سطحی از نوآوری و تمایز در راهبردها و تخصیص منابع دلالت دارد که به‌طور معناداری از هنجارهای رایج صنعت فاصله می‌گیرد (میلر و چن^۱، ۱۹۹۶ و دیپهاوس^۲، ۱۹۹۶). پژوهش‌های اخیر به بررسی پیامدهای انحراف استراتژیک بر تصمیمات تأمین مالی، عملکرد و واکنش‌های بازار سرمایه پرداخته‌اند. دونگ و همکاران (۲۰۲۱) نشان دادند که فاصله‌گیری شرکت‌ها از الگوی استراتژیک همتایان خود، وابستگی آنها به ذخایر نقدی را افزایش می‌دهد. در مقابل، پرواتی^۳ و همکاران (۲۰۲۲) گزارش کردند که این پدیده اثر مثبتی بر استفاده از بدهی کوتاه‌مدت دارد. همچنین، ژانگ و راجاگوپالان^۴ (۲۰۱۰) دریافتند انحراف استراتژیک می‌تواند هم‌زمان نقش تقویت‌کننده و تضعیف‌کننده بر عملکرد شرکت‌ها ایفا کند. در همین راستا، مرادی و سپهوندی (۱۳۹۴) استدلال کردند اگرچه اتخاذ استراتژی تمایز در مقایسه با استراتژی رهبری هزینه به عملکردی پایدارتر منجر می‌شود، اما همراه با سطح بالاتری از ریسک است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که فاصله گرفتن از رویه‌های متداول صنعت، می‌تواند هزینه‌های چشمگیری برای شرکت‌ها به همراه داشته باشد. در همین راستا، پورحیدری و همکاران (۱۳۹۵) نیز بیان کردند شرکت‌ها با افزایش هزینه‌های بدهی به تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام روی می‌آورند. از این رو، مطالعه حاضر به بررسی نقش جهت‌گیری منحصربه‌فرد استراتژیک شرکت‌ها در شکل‌دهی تصمیمات تأمین مالی می‌پردازد.

۲-۲- انحراف استراتژیک از صنعت و ساختار سررسید بدهی

ساختار سررسید بدهی به تصمیم‌گیری درباره مدت زمان بازپرداخت بدهی‌ها اشاره دارد. بدهی‌های کوتاه‌مدت معمولاً با ریسک‌های بیشتری همراه هستند، اما می‌توانند به کاهش هزینه‌های مالی کمک کنند. از سوی دیگر، بدهی‌های بلندمدت به شرکت‌ها امکان می‌دهند تا منابع مالی پایدارتر و با هزینه‌های کمتر تأمین کنند، اما ممکن است انعطاف‌پذیری کمتری داشته باشند (تن^۵، ۲۰۱۱ و بارکلی و اسمیت جونیور^۶، ۱۹۹۵). مطالعات نشان داده‌اند که شرکت‌ها می‌توانند از ساختار بدهی به عنوان ابزاری استراتژیک برای مدیریت رقابت در بازار استفاده کنند. به عنوان مثال، بدهی‌های کوتاه‌مدت می‌توانند نشان‌دهنده رقابت قیمتی باشند، در حالی که بدهی‌های بلندمدت بیشتر با رقابت بر اساس کمیت مرتبط هستند (وو و یانگ^۷، ۲۰۲۲).

یک رابطه مثبت میان انحراف استراتژیک و بدهی کوتاه‌مدت به دلایل زیر پیش‌بینی می‌شود. نخست، استدلال مبتنی بر عدم تقارن اطلاعاتی بیان می‌کند که شفافیت اطلاعاتی پایین شرکت وام‌گیرنده موجب افزایش ریسک اطلاعاتی، ریسک

¹ Miller & Chen² Deephouse³ Provaty⁴ Zhang and Rajagopalan⁵ Tan⁶ Barclay & Smith Jr⁷ Wu & Yang

ارزش گذاری، هزینه های انتخاب نامطلوب، و ریسک اعتباری می شود (دیاموند، ۱۹۹۱ و مایرس و ماجلوف^۱، ۱۹۸۴). بنابراین، سطح بالاتر عدم تقارن اطلاعاتی وام دهندگان را ترغیب می کند تا بدهی کوتاه مدت ارائه دهند (بارکلی و اسمیت جونیور، ۱۹۹۵ و برگر^۲ و همکاران، ۲۰۰۵). به طور کلی، اتخاذ استراتژی های انحرافی، فرایند استخراج اطلاعات در مورد ارزش و کیفیت اعتباری شرکت را برای وام دهندگان خارجی با مقایسه عملکرد شرکت با همتایان صنعتی دشوار می سازد و این امر عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت و وام دهندگان را افزایش می دهد (یه و همکاران، ۲۰۲۱). از این رو، انحراف استراتژیک احتمالاً مانع از دسترسی شرکت ها به بدهی بلندمدت می شود و آنها را به اتکای بیشتر بر بدهی کوتاه مدت سوق می دهد.

دوم، استدلال مبتنی بر تئوری نمایندگی بیان می کند که در شرایط وجود سطح بالاتری از مشکلات نمایندگی، وام دهندگان معمولاً تسهیلات با سررسید کوتاه تر در اختیار شرکت ها قرار می دهند. دلیل این امر آن است که بدهی کوتاه مدت، مدیران را در معرض نظارت و مذاکره مستمر قرار می دهد و به وام دهندگان امکان می دهد تا وضعیت مالی وام گیرنده را به طور مکرر ارزیابی کرده و اطلاعات مرتبط را راستی آزمایی کنند؛ در نتیجه، مشکلات نمایندگی و ریسک اعطای وام کاهش می یابد (هریس و راویو^۳، ۱۹۹۰؛ راجان و وینتون، ۱۹۹۵). با توجه به اینکه استراتژی کسب و کار انحرافی، ارزیابی و نظارت بر عملکرد مدیران را دشوارتر و پرهزینه تر می سازد، انتظار می رود چنین استراتژی ای باعث شود وام دهندگان برای کاهش ریسک اعطای وام، بدهی کوتاه مدت در اختیار شرکت ها قرار دهند.

از سوی دیگر، امکان وجود یک رابطه منفی میان انحراف استراتژیک و بدهی کوتاه مدت نیز وجود دارد. این پیش بینی بر اساس این استدلال مطرح می شود که بدهی کوتاه مدت شرکت را در معرض ریسک بازتأمین مالی قرار می دهد و این ریسک در دوره های عدم قطعیت شدت می یابد (گوپالان و همکاران، ۲۰۱۴؛ دیاموند، ۱۹۹۱ و داتا^۴ و همکاران، ۲۰۱۹). تا جایی که یک استراتژی انحرافی موجب افزایش عدم قطعیت و ریسک بازتأمین مالی شود، مدیران را به کاهش اتکای شرکت به بدهی کوتاه مدت ترغیب می کند، که بیانگر یک رابطه منفی میان انحراف استراتژیک و بدهی کوتاه مدت است. بنابراین، فرضیه اول پژوهش به صورت زیر است:

فرضیه اول: انحراف استراتژیک با سررسید بدهی رابطه دارد.

همان طور که پیش تر اشاره شد، شرکت هایی که از لحاظ استراتژیک با همتایان صنعتی خود تفاوت دارند، با عدم اطمینان بیشتر، پیچیدگی عملیاتی بالاتر و دشواری بیشتری در ارزیابی عملکرد مواجه هستند (یه و همکاران، ۲۰۲۱؛ دونگ و همکاران، ۲۰۲۱؛ لیتو و همکاران، ۲۰۱۲ و طاهری و قبادی اسکی، ۱۴۰۲). این شرایط موجب تشدید عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و تأمین کنندگان سرمایه شده و زمینه بروز مشکلات نمایندگی را فراهم می کند. در چنین شرایطی، سازوکارهای حاکمیت شرکتی نقش مهمی در کاهش هزینه های نمایندگی، افزایش شفافیت اطلاعاتی و نظارت بر تصمیمات مدیریتی ایفا می کنند.

بر اساس نظریه نمایندگی، حاکمیت شرکتی قوی از طریق افزایش نظارت بر مدیران، محدود کردن رفتارهای فرصت طلبانه و بهبود کیفیت افشای اطلاعات، ریسک ادراک شده اعتبار دهندگان را کاهش می دهد. در مقابل، ضعف حاکمیت شرکتی موجب افزایش نگرانی اعتبار دهندگان نسبت به نحوه استفاده از منابع مالی و توان بازپرداخت بدهی شده

¹ Myers & Majluf

² Berger

³ Harris & Raviv

⁴ Datta

و آنان را به سمت اعطای بدهی‌های کوتاه‌مدت سوق می‌دهد تا بتوانند نظارت مستمر و تجدید ارزیابی مکرر بر عملکرد شرکت داشته باشند (راجان و وینتون، ۱۹۹۵ و بارکلی و اسمیت جونیور، ۱۹۹۵).

از سوی دیگر، پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که ویژگی‌های استراتژیک شرکت می‌توانند بر اثربخشی سازوکارهای حاکمیت شرکتی تأثیر بگذارند. شرکت‌های دارای انحراف استراتژیک بالا معمولاً فعالیت‌های پیچیده‌تر، ریسک بیشتر و عدم قابلیت مقایسه بالاتری نسبت به رقبا دارند که این امر اثربخشی نظارت بیرونی و درونی را کاهش داده و هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد. در نتیجه، انحراف استراتژیک می‌تواند از طریق تضعیف کارکرد حاکمیت شرکتی بر تصمیمات تأمین مالی، از جمله انتخاب سررسید بدهی، اثرگذار باشد.

با این حال، با توجه به ساختار نظام مالی ایران که در آن بخش عمده تأمین مالی شرکت‌ها از طریق شبکه بانکی انجام می‌شود (ابراهیمی و امیری، ۱۴۰۴)، این احتمال وجود دارد که تصمیمات مربوط به سررسید بدهی بیش از آنکه تحت تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی قرار گیرد، متأثر از سیاست‌های اعتباری بانک‌ها، روابط بانکی و محدودیت‌های نهادی باشد. همچنین، تمرکز مالکیت و برخی ویژگی‌های ساختار حاکمیت شرکتی در شرکت‌های ایرانی ممکن است موجب تضعیف نقش میانجی حاکمیت شرکتی در رابطه بین انحراف استراتژیک و سررسید بدهی شود. لذا این احتمال وجود دارد که ناکارایی سیستم تأمین مالی وجود داشته و در کنار آن ضعف‌های حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیتی موجود در ایران موجب شود که این رابطه غیرمستقیم وجود نداشته باشد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر است:

فرضیه دوم: انحراف استراتژیک از طریق کانال حاکمیت شرکتی بر سررسید بدهی تأثیر می‌گذارد.

۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب ماهیت و روش، از نوع توصیفی - همبستگی است. روش مورد استفاده برای تحلیل داده‌ها از نوع تحلیل رگرسیونی بوده و داده‌های مورد استفاده به روش کتابخانه‌ای و از طریق سایت کدال و نرم افزار ره‌آورد نوین ۳ جمع‌آوری شده است.

۳-۱- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۲ است. دلیل استفاده از این بازه زمانی نیز جلوگیری از کوچک‌تر شدن نمونه و نیاز به اطلاعات سال مالی بعد در برخی از متغیرها بوده است. به منظور دسترسی به اطلاعات مورد نیاز برای آزمون‌ها و انتخاب واحدهای آماری همسان برای نمونه پژوهش به جهت دارا بودن قابلیت مقایسه، محدودیت‌های زیر اعمال شدند:

جدول ۱. نحوه انتخاب نمونه

شرکت‌های باقیمانده	شرح
۴۸۷	کل شرکت‌های پذیرفته شده در سال شروع دوره پژوهش
(۱۱۹)	شرکت‌هایی که اطلاعات خود در طول دوره پژوهش را ارائه نکرده‌اند و یا از بورس خارج شده‌اند.
(۱۳۹)	شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند نیست.
(۵۰)	شرکت‌های فعال در حوزه سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ، بانک و بیمه
(۵۵)	شرکت‌هایی که تعداد آنها در صنعت‌های مورد بررسی پژوهش کمتر از ۷ شرکت بوده باشد.
۱۲۴	شرکت‌های باقیمانده به عنوان نمونه پژوهش

در نهایت با اعمال موارد فوق، تعداد ۱۲۴ شرکت (در مجموع ۹۹۲ سال شرکت) برای نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند. توزیع نمونه در صنایع مختلف در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. نمونه انتخابی به تفکیک صنعت

صنعت	شرکت‌های نمونه	سال شرکت‌های نمونه
دارویی	۱۴	۱۱۲
خودرو و قطعات	۲۳	۱۸۴
سیمان، آهک و گچ	۱۶	۱۲۸
شیمیایی	۱۳	۱۰۴
غذایی بجز قند و شکر	۱۱	۸۸
فلزات اساسی	۱۷	۱۳۶
کانی غیر فلزی	۱۱	۸۸
لاستیک و پلاستیک	۹	۷۲
ماشین آلات و تجهیزات	۱۰	۸۰
مجموع کل صنایع	۱۲۴	۹۹۲

۳-۲- مدل و متغیرهای پژوهش

به منظور بررسی رابطه بین انحراف استراتژیک و سررسید بدهی همانند پرواتی و همکاران (۲۰۲۲) از مدل ۱ استفاده شده است:

$$DMS_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 STD_t + \theta' X_t + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_{t+1} \quad (1)$$

که در آن DMS سررسید بدهی به عنوان متغیر وابسته پژوهش، STD انحراف استراتژیک به عنوان متغیر مستقل اصلی پژوهش، X متغیرهای کنترلی، $YearDummy$ متغیر کنترل سال، $IndustryDummy$ متغیر کنترل صنعت و ε نیز مقدار خطاست.

همچنین برای بررسی اینکه حاکمیت شرکتی نقش میانجی را بین انحراف استراتژیک و سررسید بدهی ایفا می‌کند نیز از مدل ۲ و ۳ استفاده شده است:

$$CG_t = \beta_0 + \beta_1 STD_t + \theta' X_t + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$DMS_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 STD_t + \beta_2 CG_t + \theta' X_t + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_t \quad (3)$$

که در آن متغیر CG حاکمیت شرکتی بوده و به عنوان متغیر میانجی وارد مدل شده است. نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش در ادامه ارائه شده است.

۳-۲-۱- متغیر وابسته پژوهش (DMS)

همسو با پژوهش‌های پیشین (حسن و و همکاران، ۲۰۲۲؛ دنگ و فن، ۲۰۱۶ و بارکلی و اسمیت جونیور، ۱۹۹۵)، ساختار سررسید بدهی ($DMS1$) به صورت نسبت بدهی جاری بر کل بدهی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. همچنین در تحلیل حساسیت، از معیار جایگزین دیگر ($DMS2$) که برابر با نسبت جمع بدهی‌های جاری و بدهی‌های بلندمدت دارای سررسید بر کل بدهی‌ها است نیز استفاده می‌شود.

۳-۲-۲- متغیر مستقل پژوهش (STD)

متغیر مستقل پژوهش حاضر، «انحراف استراتژیک» است که بیانگر میزان فاصله‌گیری یک شرکت از همتایان صنعتی خود در تخصیص منابع استراتژیک محسوب می‌شود. به تعبیر **کارپنتر (۲۰۰۰)**، انحراف استراتژیک بازتابی از انحراف شرکت از معیارهای رایج صنعت در نحوه تخصیص منابع است. در ادبیات پیشین حسابداری، مالی و مدیریت استراتژیک، نسبت‌های مالی متعددی به عنوان شاخصی برای تبیین شیوه تخصیص منابع شرکت‌ها در فعالیتهای کلیدی استراتژیک مورد استفاده قرار گرفته‌اند. برای نمونه، **تیتمان و ولسلس^۱ (۱۹۸۸)** هزینه‌های تحقیق و توسعه (R&D) و تبلیغات را به عنوان معیارهایی برای سنجش تمایز شرکت‌ها به کار بردند و استدلال کردند که هزینه‌های تحقیق و توسعه به ارتقای نوآوری و هزینه‌های تبلیغات به فروش محصولات متمایز کمک می‌کند. علاوه بر این، **بنتلی^۲ و همکاران (۲۰۱۳)** و **برتراند و اسکوار^۳ (۲۰۰۳)** از شاخص‌هایی نظیر شدت سرمایه‌گذاری، نسبت کارکنان و رشد فروش برای نشان دادن استراتژی‌های سازمانی و فعالیتهای عملیاتی بهره برده‌اند. همچنین، **لو^۴ و همکاران (۲۰۰۹)** هزینه‌های فروش، عمومی و اداری را نمادی از سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک در سرمایه‌گذاری سازمانی دانسته‌اند که می‌تواند به ارتقای رقابت‌پذیری و تقویت فرهنگ سازمانی منجر شود. در همین راستا، ادبیات پیشین پیشنهاد می‌کند که ساختار سرمایه شرکت‌ها نیز بازتابی از استراتژی مدیریت سرمایه و نشان‌دهنده هزینه‌ها و منافع مرتبط با تأمین مالی از طریق بدهی و سهام (مانند ساختار دارایی‌ها و مزایای مالیاتی) است (**تیتمان و ولسلس، ۱۹۸۸**).

بر اساس ادبیات پیشین (**پرواتی و همکاران، ۲۰۲۲**؛ **کارپنتر، ۲۰۰۰**؛ **بدنار و همکاران، ۲۰۱۳**؛ **یه و همکاران، ۲۰۱۱**؛ **دونگ و همکاران، ۲۰۲۱** و **تانگ^۵ و همکاران، ۲۰۱۱**)، شش نسبت مالی کلیدی برای ارزیابی نحوه تخصیص منابع شرکت‌ها در فعالیتهای اصلی کسب و کار به کار گرفته می‌شود. این نسبت‌ها عبارتند از:

- (۱) نسبت دارایی‌های ثابت خالص به دارایی‌های ثابت ناخالص، به منظور سنجش تازگی و توسعه ظرفیت دارایی‌های ثابت؛
- (۲) نسبت موجودی کالا به فروش، برای بازنمایی استراتژی سرمایه در گردش و چرخه تولید؛
- (۳) نسبت هزینه‌های فروش، عمومی و اداری به فروش، به عنوان شاخصی از ساختار هزینه‌ها؛
- (۴) نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام، برای درک ساختار سرمایه؛
- (۵) نسبت هزینه‌های تبلیغات به فروش، به منظور نشان دادن جهت‌گیری بازاریابی؛
- (۶) نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به فروش، به عنوان نمادی از نوآوری.

در ادامه، هر یک از این شش شاخص بر اساس صنعت و سال استاندارد می‌شوند و سپس قدر مطلق اختلاف میان نسبت‌های فوق در سطح شرکت و میانگین صنعت در هر بعد استراتژیک محاسبه می‌گردد. در نهایت، با استفاده از روش تجزیه و تحلیل مؤلفه اصلی^۶ شاخص انحراف استراتژیک (STD1) برای هر سال شرکت محاسبه می‌شود. همچنین برای آزمون مربوط به تحلیل حساسیت نیز مجموع این اختلاف‌های استاندارد شده به عنوان امتیاز انحراف استراتژیک تعریف می‌شود (STD2).

¹ Titman & Wessels² Bentley³ Bertrand and Schoar⁴ Lev⁵ Tang⁶ Principal Component Analysis

۳-۲-۳- متغیر میانجی پژوهش (CG)

همانند مطالعات پیشین (پرواتی و همکاران، ۲۰۲۲)، از درصد سهامدار نهادی برای اندازه گیری حاکمیت شرکتی استفاده می شود. همچنین در بخش آزمون های تحلیل حساسیت نیز، از استقلال هیئت مدیره به عنوان نحوه اندازه گیری دیگر حاکمیت شرکتی استفاده شده است.

۳-۲-۴- متغیرهای کنترلی پژوهش

همانند دنگ و فن (۲۰۱۶)، دونگ و همکاران (۲۰۲۱) و حسن و همکاران (۲۰۲۲) و پرواتی و همکاران (۲۰۲۲) از متغیرهای کنترلی زیر استفاده می شود:

Size: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی ها

M/B: نسبت ارزش بازار کل دارایی ها به ارزش دفتری دارایی هاست.

AbEarn: سود غیرعادی که به صورت تفاوت سود قبل از اقلام غیرمترقبه در سال جاری و سال قبل تقسیم بر ارزش بازار سهام اندازه گیری می شود.

Asset Vol: نوسان دارایی ها که برابر با انحراف معیار سالانه بازده سهام ضرب در ارزش بازار سهام و تقسیم بر ارزش بازار دارایی ها است.

Lev: مجموع بدهی کوتاه مدت و بلندمدت نسبت به کل دارایی ها است.

R&D: هزینه های تحقیق و توسعه نسبت به کل دارایی ها است.

Distress: امتیاز بحران مالی که با استفاده از مدل آلتمن^۱ (۱۹۶۸) به دست می آید.

۴- یافته های پژوهش

۴-۱- یافته های توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۳ ارائه شده است. یافته های توصیفی نشان می دهد میانگین متغیر سررسید بدهی ۱ برابر با ۰/۹۱۵۳ است که به معنای این است که مجموع بدهی های جاری و بدهی های دارای سررسید شرکت ها به طور متوسط بیش از ۹۱ درصد کل بدهی ها را تشکیل می دهد. همچنین میانگین متغیر سررسید بدهی ۲ نیز برابر با ۰/۸۸۱۲ است که یعنی بدهی های جاری شرکت ها به طور متوسط بیش از ۸۸ درصد بدهی های آنها را شامل می شود. از طرفی دیگر، اختلاف بین سررسید بدهی ۱ و سررسید بدهی ۲ که برابر با ۰/۰۳۴۱ است به معنای این است که بدهی های بلندمدت دارای سررسید ۳/۴۱ درصد بدهی ها را تشکیل داده اند. میانگین انحراف استراتژیک ۱ و ۲ به ترتیب برابر با ۰/۰۷۴- و ۴/۰۹۱۳ و میزان حداقل آنها نیز برابر با ۲/۰۲۹۹- و ۰/۶۱۷۲ است که به معنای وجود انحراف استراتژیک در بین تمامی سال شرکت های نمونه است. متغیر سهامدار نهادی دارای میانگین ۰/۶۴۳۲ است که نشان دهنده مالکیت بیش از ۶۴ درصدی سهامداران نهادی در شرکت های نمونه است. متغیر اندازه شرکت دارای عدد حداقلی ۱۰/۹۵۳۹ و حداکثر ۱۵/۵۱۰۸ است که نشان از گستردگی شرکت های نمونه از نظر اندازه آنها است. متغیر بازار به دفتری دارای میانگین ۳/۲۰۶۹ است که نشان دهنده این موضوع است که ارزش بازار شرکت ها به طور متوسط بیش از ۳/۲ برابر ارزش دارایی های شرکت ها بوده است. سود غیرعادی دارای میانه ۰/۰۲۴۶ است که نشان می دهد بیش از نیمی از سال شرکت های نمونه

^۱ Altman

دارای سود غیرعادی بوده‌اند. نوسان دارایی‌ها دارای مقدار حداقل ۰/۰۰۰۱ و حداکثر ۰/۲۸۴۴ است که بیانگر نوسان دارایی‌های شرکت‌ها در کل سال شرکت‌ها بوده است. در نهایت متغیر بحران مالی دارای میانه ۴/۳۲۵۲ است که اختلاف زیادی با ناحیه خاکستری نمره Z آلتمن (۱/۸۱ تا ۲/۹۹) دارد و به معنای این است که بر اساس این معیار، بیشتر شرکت‌های نمونه از وضعیت ورشکستگی دور هستند.

جدول ۳. نتایج آمار توصیفی

نماد	متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
DMS1	سررسید بدهی ۱	۰/۸۸۱۲	۰/۹۲۱۶	۰/۲۴۲۶	۱/۰۰۰۰	۰/۱۲۳۰
DMS2	سررسید بدهی ۲	۰/۹۱۵۳	۰/۹۴۶۴	۰/۲۴۹۸	۱/۰۰۰۰	۰/۰۹۲۶
STD1	انحراف استراتژیک ۱	-۰/۰۰۷۴	-۰/۲۵۷۳	-۲/۰۲۹۹	۶/۸۸۶۷	۱/۱۱۳۲
STD2	انحراف استراتژیک ۲	۴/۰۹۱۳	۳/۷۶۶۰	۰/۶۱۷۲	۱۳/۲۸۹۳	۱/۷۲۸۵
CG	سهامدار نهادی	۰/۶۴۲۴	۰/۷۰۷۱	۰/۰۰۰۰	۰/۹۹۲۲	۰/۲۲۵۸
Size	اندازه شرکت	۱۲/۷۰۵۰	۱۲/۶۴۱۳	۱۰/۹۵۳۹	۱۵/۵۱۰۸	۰/۷۳۸۲
MTB	بازار به دفتری	۳/۲۰۶۹	۲/۳۱۸۴	۰/۵۹۳۴	۳۵/۰۲۲۴	۳/۱۵۲۳
AbEarn	سود غیرعادی	۰/۰۱۶۶	۰/۰۲۴۶	-۶/۶۸۹۷	۰/۷۴۰۱	۰/۲۳۱۵
Asset Vol	نوسان دارایی	۰/۰۲۰۸	۰/۰۱۹۵	۰/۰۰۰۱	۰/۲۸۴۴	۰/۰۱۳۳
LEV	اهرم مالی	۰/۵۷۷۴	۰/۵۴۲۸	۰/۰۳۱۴	۳/۸۵۱۷	۰/۳۵۶۷
R&D	تحقیق و توسعه	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۷۴	۰/۰۰۱۴
Distress	بحران مالی	۶/۵۱۸۲	۴/۳۲۵۲	-۶/۳۹۸۴	۱۶۱/۵۷۴۷	۹/۲۴۷۷

۴-۲- یافته‌های استنباطی

پیش از اجرای آزمون‌های اصلی جهت بررسی فرضیه‌های پژوهش، آزمون‌های مقدماتی رگرسیون مورد استفاده قرار گرفت. بدین منظور، در گام نخست از آزمون لوین، لین و چو^۱ برای ارزیابی مانایی متغیرها استفاده شد که نتایج آن حاکی از مانایی تمامی متغیرهای پژوهش بوده است. همچنین، به منظور بررسی وجود همخطی میان متغیرها، شاخص VIF محاسبه گردید که در تمامی آزمون‌ها مقدار آن برای متغیرها کمتر از ۱۰ به دست آمده است؛ این امر نشان می‌دهد که همخطی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. افزون بر این، آزمون ناهمسانی واریانس نیز برای تمامی مدل‌ها اجرا شد و نتایج بیانگر وجود مشکل ناهمسانی واریانس در تمامی موارد بود. همچنین نتایج اولیه نشان از وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌های مدل بوده است که با این حال، در برآورد نهایی مدل این مشکلات برطرف گردیده است.

۴-۲-۱- آزمون فرضیه اول پژوهش

برای آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل ۱ استفاده شده است. نتایج به دست آمده در جدول ۴ نشان می‌دهند متغیر انحراف استراتژیک ۱ دارای رابطه مثبت (۰/۰۰۷۳) و معنادار (۰/۰۱۴۵) با متغیر سررسید بدهی است. این نتایج بیانگر عدم رد فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود ارتباط بین انحراف استراتژیک و سررسید بدهی است. همچنین نتایج دیگر نشان دادند که متغیر اندازه شرکت دارای رابطه منفی (۰/۰۲۳۹-) و معنادار (۰/۰۱۲۷) با سررسید بدهی است که نشان از این است که شرکت‌های بزرگ‌تر اتکای کمتری بر بدهی‌های کوتاه‌مدت می‌کنند. متغیر نسبت بازار به دفتری نیز دارای رابطه مثبت (۰/۰۰۳۰) و معنادار (۰/۰۳۱۷) با سررسید بدهی است و متغیر اهرم مالی نیز دارای رابطه منفی (۰/۰۲۴۰-) با سررسید

¹ Levin, Lin & Chui

بدهی است و این رابطه در سطح خطای ۱۰ درصد معنادار است (۰/۰۹۳۹). همچنین متغیر بحران مالی نیز رابطه منفی (۰/۰۰۱۶-) و معناداری (۰/۰۰۰۵) با سررسید بدهی دارد. این وضعیت بدین معناست که شرکت‌های در وضعیت امن مالی و دور از ورشکستگی، کمتر بر بدهی‌های جاری وابستگی دارند. ضریب تعیین تعدیل شده نتایج به دست آمده برابر با ۰/۴۷۷۴ است و نشان می‌دهد که حدود ۴۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. مقدار آماره F برابر با ۳۸/۳۸۷۰ و معنادار است (۰/۰۰۰۰) که نشان می‌دهد به طور کلی، مدل آزمون شده معنادار است. همچنین آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۸۴۴۸ است که به معنای عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌های مدل است. آماره VIF نیز برای کل متغیرها کمتر از ۱۰ است که نشان از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای مدل است. به طور کلی نتایج نشان می‌دهد که هر اندازه انحراف استراتژیک توسط شرکت نسبت به شرکت‌های هم‌صنعت خود بیشتر باشد، اتکای بیشتری بر بدهی‌های جاری کرده و درواقع سررسید بدهی‌های شرکت کوتاه‌تر می‌شود که نتایج همزمان به دست آمده برای متغیر بحران مالی نشان می‌دهد که این موضوع می‌تواند به دلیل افزایش ریسک شرکت‌ها و کاهش دسترسی آنها به منابع مالی بلندمدت باشد. چنین موقعیتی مدیران شرکت‌ها را ناچار می‌کند که در دوران فاصله گرفتن از میانگین‌های صنعتی خود از بدهی‌های جاری و تسهیلات کوتاه‌مدت‌تر استفاده کنند.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

نماد	متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF
STD1	انحراف استراتژیک ۱	۰/۰۰۷۳	۲/۴۵۰۱	۰/۰۱۴۵	۱/۰۹۹۲
Size	اندازه شرکت	-۰/۰۲۳۹	-۲/۴۹۵۶	۰/۰۱۲۷	۱/۹۸۴۴
MTB	بازار به دفتری	۰/۰۰۳۰	۲/۱۵۱۸	۰/۰۳۱۷	۲/۳۸۱۷
AbEarm	سود غیرعادی	۰/۰۱۳۲	۱/۲۹۷۵	۰/۱۹۴۸	۱/۰۸۸۴
Asset Vol	نوسان دارایی	۰/۰۴۰۲	۰/۱۸۱۳	۰/۸۵۶۲	۱/۳۱۰۲
LEV	اهرم مالی	-۰/۰۲۴۰	-۱/۶۷۶۹	۰/۰۹۳۹	۱/۵۲۵۸
R&D	تحقیق و توسعه	۲/۲۸۴۲	۰/۹۱۳۴	۰/۳۶۱۶	۱/۱۴۷۰
Distress	بحران مالی	-۰/۰۰۱۶	-۳/۵۰۱۷	۰/۰۰۰۵	۲/۰۳۴۹
YearDummy	کنترل سال		YES		
IndustryDummy	کنترل صنعت		YES		
	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۷۷۴		
	آماره F		۳۸/۳۸۷۰		
	احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰		
	آماره دوربین واتسون		۱/۸۴۴۸		

$$DMS_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 STD_t + \theta' X_t + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_{t+1}$$

۴-۲-۲- آزمون فرضیه دوم پژوهش

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش از مدل ۲ و ۳ استفاده شده است. نتایج به دست آمده در جدول ۵ نشان می‌دهند که رابطه بین انحراف استراتژیک ۱ و حاکمیت شرکتی مثبت (۰/۰۰۳۸) بوده که معنادار نیست (۰/۳۴۷۰). این نتایج نشان می‌دهد که ارتباط بین متغیر مستقل و متغیر میانجی برقرار نیست. همچنین نتایج به دست آمده در جدول ۶ نشان می‌دهد که رابطه بین انحراف استراتژیک ۱ و سررسید بدهی همچنان مثبت (۰/۰۰۷۳) و معنادار (۰/۰۱۵۰) است و حضور متغیر میانجی نتوانسته است تغییری در این رابطه ایجاد کند. همچنین متغیر حاکمیت شرکتی دارای رابطه مثبت (۰/۰۰۸۹) با

سررسید بدهی بوده است، اما این رابطه معنادار نیست (۰/۶۸۷۷). لذا با توجه به نتایج به دست آمده فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه انحراف استراتژیک از طریق کانال حاکمیت شرکتی بر سررسید بدهی تأثیر می‌گذارد، رد می‌شود و تنها رابطه مستقیم بین متغیرهای انحراف استراتژیک و سررسید بدهی برقرار است. برای اطمینان بیشتر از اینکه وجود ارتباط میانجی رد می‌شود، آزمون سوبل نیز انجام شده است که نتایج نشان می‌دهد، آماره سوبل برابر با ۰/۳۷ بوده که با توجه به کمتر بودن این عدد از ۱/۹۶، لذا وجود ارتباط میانجی با استفاده از این آماره نیز رد می‌شود. همچنین نتایج دیگر به دست آمده در جدول ۶ نشان می‌دهند که بین متغیر اندازه شرکت و سررسید بدهی رابطه منفی (۰/۰۲۴۷-) و معنادار (۰/۰۱۱۷) همچنان وجود دارد. رابطه بین متغیر نسبت بازار به دفتری و سررسید بدهی نیز به مانند آزمون قبلی مثبت (۰/۰۰۳۰) و معنادار (۰/۰۳۲۵) است. متغیر اهرم مالی نیز رابطه منفی (۰/۰۲۴۳-) با سررسید بدهی دارد و در سطح خطای ۱۰ درصد معنادار است (۰/۰۹۰۲). در نهایت متغیر بحران مالی نیز دارای رابطه منفی (۰/۰۰۱۶-) و معنادار (۰/۰۰۰۵) با سررسید بدهی است. ضریب تعیین تعدیل شده آزمون برابر با ۰/۴۷۷۰ و آماره F نیز برابر با ۳۶/۸۲۵۷ بوده و مدل به طور کلی معنادار است (۰/۰۰۰۰). آماره دوربین واتسون نیز برابر با ۱/۸۴۴۸ است که نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌های مدل است. آماره VIF نیز برای کل متغیرها عددی کمتر از ۱۰ دارد که نشان از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای پژوهش است.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش - مسیر اول

نماد	متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
STD1	انحراف استراتژیک ۱	۰/۰۰۳۸	۰/۹۴۰۹	۰/۳۴۷۰
Size	اندازه شرکت	۰/۰۶۶۹	۴/۵۳۵۰	۰/۰۰۰۰
MTB	بازار به دفتری	۰/۰۰۱۰	۰/۵۲۳۳	۰/۶۰۰۹
AbEarn	سود غیرعادی	۰/۰۱۶۴	۱/۲۰۳۶	۰/۲۲۹۰
Asset Vol	نوسان دارایی	۱/۰۰۰۴	۳/۳۳۶۷	۰/۰۰۰۹
LEV	اهرم مالی	۰/۰۳۷۷	۱/۸۲۴۰	۰/۰۶۸۵
R&D	تحقیق و توسعه	-۱/۶۶۵۳	-۰/۴۸۱۱	۰/۶۳۰۵
Distress	بحران مالی	-۰/۰۰۰۲	-۰/۳۱۷۹	۰/۷۵۰۶
YearDummy	کنترل سال		YES	
IndustryDummy	کنترل صنعت		YES	
	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۹۲۶	
	آماره F		۹۳/۱۸۳۱	
	احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰	
	آماره دوربین واتسون		۲/۰۱۱۳	

$$CG_t = \beta_0 + \beta_1 STD_t + \theta' X_t + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_t$$

۳-۴- آزمون‌های تحلیل حساسیت

برای افزایش قابلیت اتکای نتایج به دست آمده در فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه مستقیم بین انحراف استراتژیک و سررسید بدهی، آزمون‌های تحلیل حساسیت متعددی در ادامه ارائه شده است. در تمامی آزمون‌های انجام شده، فرض‌های اولیه رگرسیون شامل وجود همخطی بین باقیمانده‌های مدل، همخطی بین متغیرها، ناهمسانی واریانس مورد آزمون قرار گرفته و مشکلات مربوطه در تحلیل نهایی رفع شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش - مسیر دوم

نماد	متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF
STD1	انحراف استراتژیک ۱	۰/۰۰۷۳	۲/۴۳۶۲	۰/۰۱۵۰	۱/۱۰۰۲
CG	حاکمیت شرکتی	۰/۰۰۸۹	۰/۴۰۲۱	۰/۶۸۷۷	۱/۲۹۶۰
Size	اندازه شرکت	-۰/۰۲۴۷	-۲/۵۲۷۰	۰/۰۱۱۷	۲/۱۸۹۳
MTB	بازار به دفتری	۰/۰۰۳۰	۲/۱۴۰۹	۰/۰۳۲۵	۲/۳۹۵۱
AbEarn	سود غیر عادی	۰/۰۱۳۰	۱/۲۸۳۹	۰/۱۹۹۵	۱/۰۸۹۲
Asset Vol	نوسان دارایی	۰/۰۳۱۴	۰/۱۴۱۱	۰/۸۸۷۸	۱/۳۱۲۸
LEV	اهرم مالی	-۰/۰۲۴۳	-۱/۶۹۵۸	۰/۰۹۰۲	۱/۵۲۷۵
R&D	تحقیق و توسعه	۲/۲۹۴۷	۰/۹۱۷۲	۰/۳۵۹۳	۱/۱۴۸۳
Distress	بحران مالی	-۰/۰۰۱۶	-۳/۴۹۷۰	۰/۰۰۰۵	۲/۰۳۵۲
YearDummy	کنترل سال		YES		
IndustryDummy	کنترل صنعت		YES		
	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۷۷۰		
	آماره F		۳۶/۸۲۵۷		
	احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰		
	آماره دوربین واتسون		۱/۸۴۴۸		
$DMS_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 STD_t + \beta_2 CG_t + \theta' X_t + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_t$					
	آماره سوایل		۰/۳۷		

۴-۳-۱- اندازه گیری متفاوت متغیر وابسته (DMS)

برای قابلیت اتکا نسبت به این موضوع که صرفاً نحوه اندازه گیری متغیر وابسته منجر به نتایج به دست آمده نشده است و این رابطه به اندازه کافی دارای استحکام است، از روش دیگری نیز برای اندازه گیری متغیر وابسته استفاده شده است. در تحلیل حساسیت ارائه شده از نسبت جمع بدهی های جاری و بدهی های بلندمدت دارای سررسید بر کل بدهی ها برای اندازه گیری متغیر وابسته استفاده شده است. نتایج به دست آمده در جدول ۷ نشان دادند که ارتباط بین انحراف استراتژیک ۱ و سررسید بدهی همانند آزمون های پیشین مثبت (۰/۰۰۳۸) و در سطح خطای ۱۰ درصد معنادار است (۰/۰۹۱۰). لذا با وجود تغییر در نحوه اندازه گیری متغیر وابسته پژوهش، نتایج قبلی همچنان ثابت باقی مانده و ارتباط بین این دو متغیر را تأیید می کنند.

۴-۳-۲- اندازه گیری متفاوت متغیر مستقل (STD)

برای قابلیت اتکا نسبت به این موضوع که صرفاً نحوه اندازه گیری متغیر مستقل منجر به نتایج به دست آمده نشده است و این رابطه دارای استحکام است، از روش دیگری نیز برای اندازه گیری متغیر مستقل استفاده شده است. برای آزمون حساسیت از مجموع اختلاف های استاندارد شده نسبت های مورد استفاده در اندازه گیری متغیر انحراف استراتژیک به عنوان امتیاز انحراف استراتژیک بهره گرفته می شود. نتایج به دست آمده در جدول ۸ نشان دادند که ارتباط بین انحراف استراتژیک ۲ و سررسید بدهی همانند آزمون های پیشین مثبت (۰/۰۰۴۳) و معنادار (۰/۰۳۳۱) بوده است. لذا با وجود تغییر در نحوه اندازه گیری متغیر وابسته پژوهش، نتایج قبلی همچنان ثابت باقی مانده و ارتباط بین این دو متغیر را تأیید می کنند.

جدول ۷. نتایج آزمون تحلیل حساسیت فرضیه اول پژوهش با اندازه گیری متفاوت متغیر وابسته

نماد	متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF
STD1	انحراف استراتژیک ۱	۰/۰۰۳۸	۱/۶۹۱۶	۰/۰۹۱۰	۱/۰۹۹۲
Size	اندازه شرکت	۰/۰۰۷۹	۱/۱۰۴۰	۰/۲۶۹۹	۱/۹۸۴۴
MTB	بازار به دفتری	۰/۰۰۲۱	۲/۰۲۵۶	۰/۰۴۳۱	۲/۳۸۱۷
AbEarm	سود غیرعادی	۰/۰۱۱۵	۱/۵۰۳۰	۰/۱۳۳۲	۱/۰۸۸۴
Asset Vol	نوسان دارایی	۰/۰۹۸۵	۰/۵۹۱۹	۰/۵۵۴۰	۱/۳۱۰۲
LEV	اهرم مالی	-۰/۰۰۴۷	-۰/۴۳۶۵	۰/۶۶۲۵	۱/۵۲۵۸
R&D	تحقیق و توسعه	۰/۶۶۲۳	۰/۳۵۳۸	۰/۷۲۳۶	۱/۱۴۷۰
Distress	بحران مالی	-۰/۰۰۱۴	-۴/۱۹۰۵	۰/۰۰۰۰	۲/۰۳۴۹
YearDummy	کنترل سال			YES	
IndustryDummy	کنترل صنعت			YES	
ضریب تعیین تعدیل شده					
آماره F					
احتمال آماره F					
آماره دوربین واتسون					
$DMS_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 STD_t + \theta' X_t + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_{t+1}$					

جدول ۸. نتایج آزمون تحلیل حساسیت فرضیه اول پژوهش با اندازه گیری متفاوت متغیر مستقل

نماد	متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF
STD2	انحراف استراتژیک ۲	۰/۰۰۴۳	۲/۱۳۴۲	۰/۰۳۳۱	۱/۰۹۹۲
Size	اندازه شرکت	-۰/۰۲۵۳	-۲/۶۴۵۸	۰/۰۰۸۳	۱/۹۸۴۴
MTB	بازار به دفتری	۰/۰۰۳۰	۲/۱۳۹۵	۰/۰۳۲۶	۲/۳۸۱۷
AbEarm	سود غیرعادی	۰/۰۱۲۳	۱/۲۱۵۸	۰/۲۲۴۳	۱/۰۸۸۴
Asset Vol	نوسان دارایی	۰/۰۳۶۴	۰/۱۶۴۳	۰/۸۶۹۵	۱/۳۱۰۲
LEV	اهرم مالی	-۰/۰۲۳۹	-۱/۶۶۱۷	۰/۰۹۶۹	۱/۵۲۵۸
R&D	تحقیق و توسعه	۱/۴۹۵۷	۰/۵۹۱۷	۰/۵۵۴۲	۱/۱۴۷۰
Distress	بحران مالی	-۰/۰۰۱۶	-۳/۴۴۲۹	۰/۰۰۰۶	۲/۰۲۳۵
YearDummy	کنترل سال			YES	
IndustryDummy	کنترل صنعت			YES	
ضریب تعیین تعدیل شده					
آماره F					
احتمال آماره F					
آماره دوربین واتسون					
$DMS_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 STD_t + \theta' X_t + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_{t+1}$					

۴-۳-۴- آزمون بدون متغیرهای کنترلی

جهت اطمینان از این که ممکن است نتایج به دست آمده برای فرضیه اول ناشی از نحوه انتخاب متغیرهای کنترلی سطح شرکت باشد و همچنین برای به دست آوردن خالص رابطه بین انحراف استراتژیک و سررسید بدهی، مدل پژوهش بدون حضور متغیرهای کنترلی نیز مورد آزمون قرار گرفته شده است. نتایج به دست آمده در جدول ۹ نشان می‌دهند انحراف استراتژیک و سررسید بدهی دارای رابطه مثبت (۰/۰۰۶۹) و معنادار (۰/۰۲۰۰) بوده و نتایج قبلی پایدار باقی مانده است.

جدول ۹. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش بدون حضور متغیرهای کنترلی

نماد	متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF
STD1	انحراف استراتژیک ۱	۰/۰۰۶۹	۲/۳۳۰۹	۰/۰۲۰۰	-
YearDummy	کنترل سال		YES		
IndustryDummy	کنترل صنعت		YES		
	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۶۵۴		
	آماره F		۵۱/۷۵۷۲		
	احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰		
	آماره دوربین واتسون		۱/۸۸۶۵		
$DMS_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 STD_t + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_{t+1}$					

۴-۳-۴ آزمون بدون متغیرهای کنترل سال و صنعت

جهت اطمینان از قابلیت اتکای نتایج به دست آمده قبلی و رفع نگرانی از بابت اینکه شرایط صنعت و یا سال خاصی موجب به دست آمدن نتایج قبلی شده است و یا اطمینان از اینکه بیش مدل سازی رخ نداده باشد، آزمون های لازم بدون حضور متغیرهای سال و صنعت انجام گرفته است. با توجه به حذف این متغیرها نیاز به انجام آزمون های پیش فرض رگرسیونی بوده است که به این منظور آزمون های اف لیمر و هاسمن انجام شده است. همانطور که در جدول ۱۰ نشان داده شده است، نتایج آزمون اف لیمر نشان از معناداری در سطح خطای زیر ۵ درصد (۰/۰۰۰۰) و نتایج آزمون هاسمن نشان از عدم معناداری (۰/۷۳۵۷) است. لذا برای برازش از محیط با مدل تجمیعی^۱ استفاده می شود.

جدول ۱۰. نتایج آزمون اف لیمر و هاسمن

آزمون	آماره F	معناداری
اف لیمر	۸/۸۴۶۸	۰/۰۰۰۰
هاسمن	۵/۲۰۲۸	۰/۷۳۵۷

نتایج به دست آمده در جدول ۱۱ نشان می دهند که انحراف استراتژیک ۱ با سررسید بدهی دارای رابطه مثبت (۰/۰۰۲۰) و معنادار (۰/۰۴۳۰) بوده و نتایج به دست آمده پایداری نتایج قبلی را نشان می دهد. سایر نتایج نشان می دهد که متغیرهای اندازه شرکت دارای رابطه منفی (۰/۰۱۶۱-) و معنادار (۰/۰۳۴۲)، بازار به دفتری دارای رابطه مثبت (۰/۰۰۱۱) و معنادار (۰/۰۰۰۲)، سود غیرعادی دارای رابطه مثبت (۰/۰۰۸۹) و معنادار (۰/۰۰۷۷) و اهرم مالی نیز دارای رابطه منفی (۰/۰۲۴۹-) و معنادار (۰/۰۰۰۰) هستند. آماره VIF نیز نشان از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای مدل است.

۴-۳-۵ آزمون تحلیل حساسیت فرضیه دوم پژوهش

جهت بررسی های بیشتر اثر میانجی حاکمیت شرکتی در رابطه بین انحراف استراتژیک و ساختار سررسید بدهی، حاکمیت شرکتی از طریق تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره نیز اندازه گیری شده است. حضور تعداد بیشتر اعضای غیرموظف هیئت مدیره که نشان دهنده استقلال بیشتر در هیئت مدیره شرکت است موجب افزایش اثربخشی نظارت بر مدیران و کاهش مشکلات نمایندگی می شود (فاما و جنسن^۲، ۱۹۸۳) و همچنین جنسن (۱۹۹۳) نیز استقلال هیئت مدیره شرکت را یکی از ساز و کارهای کنترل رفتار فرصت طلبانه مدیران معرفی می کند. نتایج ارائه شده در جدول ۱۲ نشان می دهد که رابطه بین انحراف استراتژیک ۱ و حاکمیت شرکتی دارای رابطه مثبت (۰/۰۰۱۲) بوده که این رابطه معنادار نیست (۰/۷۹۵۰)؛ لذا رابطه بین متغیرهای مستقل و میانجی رد می شود. همچنین نتایج ارائه شده در جدول ۱۳ نیز نشان می دهد رابطه بین حاکمیت شرکتی و

^۱ Pooled^۲ Fama and Jensen

ساختار سررسید بدهی منفی (۰/۰۱۰۶) است که معنادار نیست (۰/۶۲۰۶) و بنابراین از مسیر دوم نیز این رابطه میانجی نقض می‌شود. همچنین برای اطمینان بیشتر آزمون سوبل نیز انجام شده است که نتایج این آزمون نشان می‌دهد آماره آن برابر با ۰/۲۴ بوده است که با توجه به کمتر از ۱/۹۶ می‌توان وجود ارتباط میانجی حاکمیت شرکتی را در این آزمون نیز نقض شده دانست. لذا نتایج به دست آمده، نتایج اولیه را تایید کرده و همچنان این عدم وجود ارتباط میانجی دارای پایداری بوده است.

جدول ۱۱. نتایج آزمون تحلیل حساسیت فرضیه اول پژوهش بدون حضور متغیرهای کنترل سال و صنعت

نماد	متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF
STD1	انحراف استراتژیک ۱	۰/۰۰۲۰	۲/۰۲۶۴	۰/۰۴۳۰	۱/۰۶۸۴
Size	اندازه شرکت	-۰/۰۱۶۱	-۲/۱۲۱۲	۰/۰۳۴۲	۱/۰۶۸۲
MTB	بازار به دفتری	۰/۰۰۱۱	۳/۷۱۴۲	۰/۰۰۰۲	۱/۷۹۰۷
AbEarn	سود غیرعادی	۰/۰۰۸۹	۲/۶۷۰۴	۰/۰۰۷۷	۱/۰۶۹۲
Asset Vol	نوسان دارایی	-۰/۰۹۸۸	-۰/۹۱۳۵	۰/۳۶۱۲	۱/۱۵۸۰
LEV	اهرم مالی	-۰/۰۲۴۹	-۴/۶۰۲۱	۰/۰۰۰۰	۱/۴۱۵۱
R&D	تحقیق و توسعه	۰/۶۴۴۱	۰/۶۹۲۱	۰/۴۸۹۱	۱/۰۰۹۹
Distress	بحران مالی	-۰/۰۰۰۲	-۱/۴۰۶۲	۰/۱۶۰۰	۱/۹۵۶۹
YearDummy	کنترل سال			NO	
IndustryDummy	کنترل صنعت			NO	
	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۷۷۵۶	
	آماره F			۳۲۹/۶۸۱۶	
	احتمال آماره F			۰/۰۰۰۰	
	آماره دوربین واتسون			۱/۹۵۹۳	

$$DMS_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 STD_t + \theta' X_t + \varepsilon_{t+1}$$

جدول ۱۲. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش- مسیر اول

نماد	متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
STD1	انحراف استراتژیک ۱	۰/۰۰۱۲	۰/۲۵۹۹	۰/۷۹۵۰
Size	اندازه شرکت	-۰/۰۰۹۴	-۰/۶۸۲۳	۰/۴۹۵۲
MTB	بازار به دفتری	۰/۰۰۲۱	۰/۹۸۰۸	۰/۳۲۶۹
AbEarn	سود غیرعادی	۰/۰۳۰۳	۱/۹۳۵۹	۰/۰۵۳۲
Asset Vol	نوسان دارایی	۰/۴۴۱۴	۱/۲۹۹۰	۰/۱۹۴۲
LEV	اهرم مالی	-۰/۰۵۲۲	-۲/۴۶۵۰	۰/۰۱۳۹
R&D	تحقیق و توسعه	۷/۰۹۸۰	۱/۸۷۶۹	۰/۰۶۰۸
Distress	بحران مالی	-۰/۰۰۱۲	-۱/۷۷۰۱	۰/۰۷۷۰
YearDummy	کنترل سال		YES	
IndustryDummy	کنترل صنعت		YES	
	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۴۷۶۴
	آماره F			۳۸/۲۳۳۴
	احتمال آماره F			۰/۰۰۰۰
	آماره دوربین واتسون			۲/۰۴۲۴

$$CG_t = \beta_0 + \beta_1 STD_t + \theta' X_t + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_t$$

جدول ۱۳. نتایج آزمون تحلیل حساسیت فرضیه دوم پژوهش - مسیر دوم

نماد	متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF
STD1	انحراف استراتژیک ۱	۰/۰۰۷۳	۲/۴۴۵۵	۰/۰۱۴۶	۱/۱۰۰۹
CG	حاکمیت شرکتی	۰/۰۱۰۶	۰/۴۹۵۱	۰/۶۲۰۶	۱/۲۶۱۴
Size	اندازه شرکت	-۰/۰۲۳۹	-۲/۴۸۴۷	۰/۰۱۳۱	۱/۹۸۴۸
MTB	بازار به دفتری	۰/۰۰۳۰	۲/۱۳۴۳	۰/۰۳۳۱	۲/۳۸۲۱
AbEarn	سود غیرعادی	۰/۰۱۲۸	۱/۲۶۳۴	۰/۲۰۶۷	۱/۰۹۳۶
Asset Vol	نوسان دارایی	۰/۰۳۵۶	۰/۱۶۰۲	۰/۸۷۲۷	۱/۳۱۴۲
LEV	اهرم مالی	-۰/۰۲۳۵	-۱/۶۳۷۴	۰/۱۰۱۹	۱/۵۵۸۸
R&D	تحقیق و توسعه	۲/۲۰۷۹	۰/۸۸۰۹	۰/۳۷۸۶	۱/۱۴۸۵
Distress	بحران مالی	-۰/۰۰۱۶	-۳/۴۶۸۶	۰/۰۰۰۵	۲/۰۴۳۶
YearDummy	کنترل سال		YES		
IndustryDummy	کنترل صنعت		YES		
	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۷۷۰		
	آماره F		۳۶/۸۳۲۲		
	احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰		
	آماره دوربین واتسون		۱/۸۴۴۳		
$DMS_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 STD_t + \beta_2 CG_t + \theta' X_t + YearDummy + IndustryDummy + \varepsilon_t$					
	آماره سوایل		۰/۲۴		

جدول ۱۴. نتایج آزمون معناداری میانگین‌ها

نماد	متغیر	میانگین در نمونه بالا	میانگین در نمونه با STD1	انحراف معیار در نمونه بالا	انحراف معیار در نمونه با STD1	آماره t	معناداری
DMS1	سررسید بدهی ۱	۰/۸۹۰۵	۰/۸۷۱۹	۰/۱۲۱۷	۰/۱۲۳۸	۲/۱۴۱۵	۰/۰۳۲۵
DMS2	سررسید بدهی ۲	۰/۹۲۲۹	۰/۹۰۷۶	۰/۰۹۰۳	۰/۰۹۴۳	۲/۶۱۰۳	۰/۰۰۹۲
STD1	انحراف استراتژیک ۱	۰/۸۰۲۱	-۰/۸۱۶۸	۱/۰۱۸۸	۰/۳۶۰۵	۳۳/۳۶۳۲	۰/۰۰۰۰
STD2	انحراف استراتژیک ۲	۵/۱۷۴۲	۳/۰۰۸۳	۱/۶۳۱۶	۰/۹۸۴۵	۲۵/۳۱۲۸	۰/۰۰۰۰
CG	حاکمیت شرکتی	۰/۶۴۴۰	۰/۶۴۱۰	۰/۲۲۶۶	۰/۲۲۷۱	۰/۲۰۶۷	۰/۸۳۶۲
Size	اندازه شرکت	۱۲/۶۵۸۷	۱۲/۷۵۱۳	۰/۷۸۱۱	۰/۶۹۰۳	-۱/۹۷۸۷	۰/۰۴۸۱
MTB	بازار به دفتری	۳/۳۱۹۸	۳/۰۹۴۰	۳/۳۱۸۵	۲/۹۷۵۸	۱/۱۲۸۲	۰/۲۵۹۵
AbEarn	سود غیرعادی	۰/۰۰۰۸	۰/۰۳۲۴	۰/۳۱۰۸	۰/۱۰۱۰	-۲/۱۵۱۹	۰/۰۳۱۶
Asset Vol	نوسان دارایی	۰/۰۲۰۰	۰/۰۲۲۰	۰/۰۱۰۸	۰/۰۱۵۱	-۲/۳۴۹۵	۰/۰۱۹۰
LEV	اهرم مالی	۰/۶۳۱۲	۰/۵۲۳۷	۰/۴۳۶۸	۰/۲۴۱۱	۴/۷۹۸۸	۰/۰۰۰۰
R&D	تحقیق و توسعه	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۱۲	۱/۷۹۳۳	۰/۰۷۳۲
Distress	بحران مالی	۶/۴۰۴۶	۶/۶۳۱۷	۱۰/۳۶۷۹	۷/۹۸۰۹	-۰/۳۸۶۶	۰/۶۹۹۱

۳-۴- سایر آزمون‌ها: آزمون معناداری میانگین‌ها

جهت بررسی تفاوت معنادار در میانگین متغیرها برای شرکت‌های دارای انحراف استراتژیک بالا و پایین آزمون معناداری میانگین‌ها برای تمامی متغیرهای پژوهش انجام شده است. بدین منظور در ابتدا نمونه پژوهش از طریق میانه متغیر انحراف استراتژیک ۱ به دو نمونه مجزا شامل نمونه دارای انحراف استراتژیک بالا و نمونه دارای انحراف استراتژیک پایین تقسیم شده است. نتایج ارائه شده در جدول ۱۴ نشان می‌دهند متغیر سررسید بدهی ۱ در نمونه با STD1 بالا دارای میانگین ۰/۸۹۰۵ و در نمونه با STD1 پایین نیز دارای میانگین ۰/۸۷۱۹ بوده و این اختلاف از نظر آماری معنادار بوده است (۰/۰۳۲۵). بالاتر بودن میانگین این متغیر در نمونه با STD1 بالا نسبت به نمونه STD1 پایین و معناداری آن به معنای این است که در شرکت‌های با انحراف استراتژیک بیشتر، بدهی‌های جاری و دارای سررسید کوتاه ارجحیت پیدا می‌کند. همچنین نتایج نشان می‌دهند که میانگین متغیر سررسید بدهی ۲ در نمونه با STD1 بالا و پایین به ترتیب برابر با ۰/۹۲۲۹ و ۰/۹۰۷۶ بوده که این تفاوت معنادار بوده است (۰/۰۰۹۲). نتایج برای سایر متغیرها در جدول ۱۱ ارائه شده است.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد انحراف استراتژیک نه تنها یک انتخاب مدیریتی در حوزه استراتژی است، بلکه پیامدهای مالی مهمی نیز برای شرکت‌ها به همراه دارد. به‌طور مشخص، یافته‌ها بیانگر آن است که انحراف استراتژیک استفاده از بدهی کوتاه‌مدت را به‌طور معناداری افزایش می‌دهد؛ نتیجه‌ای که هم از نظر آماری پایدار و هم از نظر اقتصادی معنادار است. این یافته‌ها با پژوهش پرواتی و همکاران (۲۰۲۲) سازگار است. همچنین شواهد نشان دادند این رابطه از مسیر حاکمیت شرکتی هدایت نمی‌شود، موضوعی که تمایز مهمی با بخشی از ادبیات پیشین ایجاد می‌کند. بدین ترتیب، پژوهش حاضر تصویری روشن از این واقعیت ارائه می‌دهد که انحراف استراتژیک می‌تواند ساختار تأمین مالی شرکت‌ها را به گونه‌ای تحت تأثیر قرار دهد که دسترسی به منابع بلندمدت محدود شده و فشارهای نقدینگی افزایش یابد. به‌منظور اطمینان از پایداری نتایج نیز، پژوهش حاضر از تحلیل‌های حساسیت گوناگون استفاده کرده و یافته‌ها در تمامی آزمون‌ها تأیید شده‌اند.

از منظر نظری، یافته‌ها ادبیات نوظهور در زمینه پیامدهای انحراف استراتژیک بر عملکرد و سیاست‌های مالی شرکت‌ها را گسترش می‌دهد و نشان می‌دهد که این عامل کمتر بررسی شده می‌تواند یکی از متغیرهای کلیدی در تعیین سررسید بدهی باشد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که ارتباط بین انحراف استراتژیک و تأمین مالی کوتاه‌مدت در بافت بازارهای نوظهور همچون ایران نیز مصداق دارد؛ بنابراین، پژوهش حاضر شکاف موجود در ادبیات را در زمینه بررسی این روابط در خارج از محیط‌های توسعه‌یافته پر می‌کند.

از منظر عملی و مدیریتی، یافته‌ها حاوی پیام‌های مهمی برای ذی‌نفعان هستند. مدیران باید آگاه باشند که اتخاذ استراتژی‌های انحرافی می‌تواند شرکت را با فشار نقدینگی مواجه سازد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت را محدود کند؛ در نتیجه، توجه به پیامدهای مالی تصمیمات استراتژیک در سیاست‌گذاری‌های شرکتی ضرورت دارد. همچنین، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان می‌توانند با رصد انحراف استراتژیک شرکت‌ها، تصویر دقیق‌تری از ریسک‌های نقدینگی و تأمین مالی آنها به دست آورند. برای سیاست‌گذاران مالی و نهادهای ناظر نیز نتایج این پژوهش می‌تواند به‌عنوان هشدار و تلقی شود که انحراف‌های استراتژیک ممکن است به بی‌ثباتی مالی در سطح شرکت و صنعت بینجامد.

بر اساس یافته‌های پژوهش، به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود پیش از اتخاذ استراتژی‌هایی که فاصله قابل توجهی با رویه‌های متعارف صنعت دارند، پیامدهای مالی و تأمین مالی چنین تصمیماتی را نیز مورد ارزیابی قرار دهند. از آنجا که افزایش انحراف استراتژیک با اتکای بیشتر به بدهی‌های کوتاه‌مدت همراه است، شرکت‌ها باید هم‌زمان با اجرای استراتژی‌های متمایز، برنامه‌ریزی مناسبی برای مدیریت نقدینگی و تأمین منابع مالی پایدار انجام دهند تا از بروز ریسک‌های ناشی از سررسید بدهی جلوگیری شود. به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان پیشنهاد می‌شود انحراف استراتژیک را به‌عنوان یکی از شاخص‌های ارزیابی ریسک مالی شرکت‌ها در نظر گیرند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که فاصله بیشتری از الگوی استراتژیک صنعت خود دارند، ممکن است با محدودیت بیشتری در دسترسی به منابع مالی بلندمدت مواجه شوند؛ بنابراین توجه به این شاخص می‌تواند دقت ارزیابی ریسک اعتباری و تصمیمات سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. به سازمان بورس و سایر نهادهای ناظر پیشنهاد می‌شود سازوکارهای افشای اطلاعات مرتبط با جهت‌گیری‌های استراتژیک شرکت‌ها را تقویت کنند. افزایش شفافیت در خصوص تصمیمات استراتژیک و میزان فاصله شرکت از رویه‌های رایج صنعت می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و تأمین‌کنندگان مالی کمک کرده و تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه را تسهیل نماید. همچنین با توجه به عدم تأیید نقش میانجی حاکمیت شرکتی، به سیاست‌گذاران پیشنهاد می‌شود در کنار سازوکارهای حاکمیت شرکتی، ابزارهای مکملی نظیر ارتقای کیفیت افشا، افزایش پوشش تحلیلی شرکت‌ها، بهبود رتبه‌بندی اعتباری و تقویت نظارت بر ریسک‌های مالی را مورد توجه قرار دهند؛ زیرا به نظر می‌رسد صرف وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی برای تعدیل آثار مالی ناشی از انحراف استراتژیک کافی نباشد. برای پژوهش‌های آتی نیز پیشنهاد می‌شود نقش متغیرهایی نظیر عدم تقارن اطلاعاتی، محدودیت مالی، پوشش تحلیلگران، کیفیت گزارشگری مالی و ریسک نکول به‌عنوان متغیرهای میانجی یا تعدیل‌گر در رابطه بین انحراف استراتژیک و ساختار سررسید بدهی مورد بررسی قرار گیرد. همچنین بررسی این رابطه در شرکت‌های غیربورسی، بازارهای نوظهور دیگر و در دوره‌های بی‌ثباتی اقتصادی می‌تواند به توسعه ادبیات این حوزه کمک کند. به‌طور کلی، این پژوهش نشان می‌دهد انحراف استراتژیک، متغیری کلیدی و کمتر مورد توجه در ادبیات مالی است که هم بر نظریه و هم بر عمل مدیریت مالی اثرگذار است. در نتیجه، بی‌توجهی به آن می‌تواند هزینه‌های قابل توجهی برای شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و حتی سیاست‌گذاران در پی داشته باشد.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

مشارکت نویسندگان

همه نویسندگان در مقاله سهم و نقش یکسان داشته‌اند.

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

نویسندگان هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

تقدیر و تشکر

از تمامی افراد و مؤسسه‌ای که در انجام این تحقیق مؤلفین را مساعدت نمودند، قدردانی می‌شود.

منابع

- ابراهیمی، جمیل و امیری، اسماعیل (۱۴۰۴). تأثیر مدیریت سود بر رابطه بین توانایی مدیریت و انتخاب نوع بدهی. *مجله دانش حسابداری مالی*، ۱۲(۱)، ۵۹-۸۰.
<https://doi.org/10.30479/jfak.2025.21325.3259>
- پورحیدری، امید؛ ودیعی نوقابی، محمدحسین؛ هوشمند زعفرانی، رحمت اله؛ دهقانی، مرتضی و دهقان، فاطمه (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین نوع رشد و ساختار سرمایه واحدهای تجاری. *مجله راهبرد مدیریت مالی*، ۴(۲)، ۱-۲۳.
<https://doi.org/10.22051/jfm.2016.2479>
- شمس‌الدینی، کاظم؛ دانشی، وحید و فولادی سوادکوهی، فاطمه (۱۳۹۸). بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین سررسید بدهی‌های کوتاه مدت با ریسک سقوط آتی قیمت سهام. *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۱(۱)، ۲۰۱-۲۲۸.
<https://doi.org/10.22099/jaa.2019.29285.1703>
- نیک‌بخت، محمدرضا؛ صابر ماهانی، معصومه و دلدار، مصطفی (۱۳۹۸). بررسی تأثیر تمرکز بر مشتری بر ساختار سرمایه و سررسید بدهی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۰(۱)، ۳۵-۶۵.
<https://doi.org/10.22103/jak.2019.11212.2537>
- علی‌نژاد ساروکولائی، مهدی و تاروفی، ستاره (۱۳۹۶). تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی. *مجله دانش حسابداری*، ۸(۲)، ۱۵۹-۱۸۰.
<https://doi.org/10.22103/jak.2017.1679>
- طاهری، ماندانا و قبادی اسکی، سینا (۱۴۰۲). تأثیر انحراف استراتژیک شرکت از صنعت بر کیفیت حسابرسی و پیامدهای متعاقب آن. *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳۰(۳)، ۵۰۶-۵۳۱.
<https://doi.org/10.22059/acctgrev.2023.347559.1008715>
- مرادی، محمد و سپهوندی، سعیده (۱۳۹۴). تأثیر استراتژی‌های رقابتی بر پایداری عملکرد مالی و ریسک. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۷(۳)، ۷۵-۹۰.
<https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.23223405.1394.7.3.6.7>

References

- Alinezhad Sarokolaei (Ph.D), M. and Tarofi, S. (2017). Impact of Management Ability on Financing Policy. *Journal of Accounting Knowledge*, 8(2), 159-180. DOI: <https://doi.org/10.22103/jak.2017.1679> [In Persian].
- Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., & Weisbenner, S. (2009). *Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis* (No. w14990). <https://www.nber.org/papers/w14990>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589-609. DOI: <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Bao, J., Pan, J., & Wang, J. (2011). The illiquidity of corporate bonds. *The Journal of Finance*, 66(3), 911-946. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01655.x>
- Barclay, M. J., & Smith Jr, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, 50(2), 609-631. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04797.x>
- Barclay, M. J., Marx, L. M., & Smith Jr, C. W. (2003). The joint determination of leverage and maturity. *Journal of Corporate Finance*, 9(2), 149-167. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00003-2](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00003-2)
- Bednar, M. K., Boivie, S., & Prince, N. R. (2013). Burr under the saddle: How media coverage influences strategic change. *Organization Science*, 24(3), 910-925. DOI: <https://doi.org/10.1287/orsc.1120.0770>
- Bentley, K. A., Omer, T. C., & Sharp, N. Y. (2013). Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 780-817. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01174.x>
- Berger, A. N., Espinosa-Vega, M. A., Frame, W. S., & Miller, N. H. (2005). Debt maturity, risk, and asymmetric information. *The Journal of Finance*, 60(6), 2895-2923. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00820.x>
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208. DOI: <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>
- Billett, M. T., King, T. H. D., & Mauer, D. C. (2007). Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. *The Journal of Finance*, 62(2), 697-730. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01221.x>
- Carpenter, M. A. (2000). The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms. *Journal of Management*, 26(6), 1179-1198. DOI: <https://doi.org/10.1177/014920630002600606>

- Chen, X. C., Jones, S., Hasan, M. M., Zhao, R., & Alam, N. (2023). Does strategic deviation influence firms' use of supplier finance? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 85, 101787. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101787>
- Dang, V. A., & Phan, H. V. (2016). CEO inside debt and corporate debt maturity structure. *Journal of Banking & Finance*, 70, 38-54. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.05.009>
- Datta, S., Doan, T., & Iskandar-Datta, M. (2019). Policy uncertainty and the maturity structure of corporate debt. *Journal of Financial Stability*, 44, 100694. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2019.100694>
- Deephhouse, D. L. (1996). Does isomorphism legitimate? *Academy of Management Journal*, 39(4), 1024-1039. DOI: <https://doi.org/10.5465/256722>
- Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709-737. DOI: <https://doi.org/10.2307/2937924>
- Dong, X., Chan, K. C., Cui, Y., & Guan, J. X. (2021). Strategic deviance and cash holdings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(3-4), 742-782. DOI: <https://doi.org/10.1111/jbfa.12487>
- Ebrahimi, J. and Amiri, E. (2025). The impact of earnings management on the relationship between managerial ability and debt choice. *Financial Accounting Knowledge*, 12(1), 59-80. DOI: <https://doi.org/10.30479/jfak.2025.21325.3259> [In Persian].
- Edwards, A. K., Harris, L. E., & Piwowar, M. S. (2007). Corporate bond market transaction costs and transparency. *The Journal of Finance*, 62(3), 1421-1451. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01240.x>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325. <http://www.jstor.org/stable/725104>
- Gopalan, R., Song, F., & Yerramilli, V. (2014). Debt maturity structure and credit quality. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 49(4), 817-842. DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109014000520>
- Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, W. F. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *The Journal of Finance*, 69(3), 975-1012. DOI: <https://doi.org/10.1111/jofi.12133>
- Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03693.x>
- Hasan, M. M., Asad, S., & Wong, J. B. (2022). Oil price uncertainty and corporate debt maturity structure. *Finance Research Letters*, 46, 102278. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102278>
- Huang, K., & Shang, C. (2019). Leverage, debt maturity, and social capital. *Journal of Corporate Finance*, 54, 26-46. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.11.001>
- Huang, Z., Gao, W., & Chen, L. (2020). Does the external environment matter for the persistence of firms' debt policy? *Finance Research Letters*, 32, 101073. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.12.021>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Lev, B., Radhakrishnan, S., & Zhang, W. (2009). Organization capital. *Abacus*, 45(3), 275-298. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2009.00289.x>
- Litov, L. P., Moreton, P., & Zenger, T. R. (2012). Corporate strategy, analyst coverage, and the uniqueness paradox. *Management Science*, 58(10), 1797-1815. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1530>
- Miller, D., & Chen, M. J. (1996). Nonconformity in competitive repertoires: A sociological view of markets. *Social Forces*, 74(4), 1209-1234. DOI: <https://doi.org/10.1093/sf/74.4.1209>
- Moradi, M. and sepahvandi, S. (2015). The Impact of Competitive Strategies on Stability of Financial Performance and Risk. *Financial Accounting Research*, 7(3), 90-75. DOI: [20.1001.1.23223405.1394.7.3.6.7](https://doi.org/10.1001.1.23223405.1394.7.3.6.7) . [In Persian].
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nikbakht (Ph.D), M. R. , Sabermahani, M. and Deldar, M. (2019). Investigating the impacts of concentration on customer upon capital structure and debt maturity. *Journal of Accounting Knowledge*, 10(1), 39-65. DOI: <https://doi.org/10.22103/jak.2019.11212.2537> [In Persian].

- Pourheydari, O., Vadiee Nowghabi, M. H., Houshmand Zaferanie, R., Dehghani, M., & Dehghan, F. (2016). The investigation of the relationship between growth type and capital structure of firms. *Financial Management Strategy*, 4(2), 1-23. DOI: <https://doi.org/10.22051/jfm.2016.2479> [In Persian].
- Provaty, S. S., Amin, S., & Hasan, M. M. (2022). Strategic deviation and debt maturity structure. *Finance Research Letters*, 50, 103317. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Rajan, R., & Winton, A. (1995). Covenants and collateral as incentives to monitor. *The Journal of Finance*, 50(4), 1113-1146. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04052.x>
- Shamsaddini, K., Daneshi, V., & Fooladi Savadkoochi- Masted, F. (2019). Investigating the effect of institutional ownership on the relationship between the maturity of short-term debt and the risk of future stock price crash. *Journal of Accounting Advances*, 11(1), 201-228. DOI: <https://doi.org/10.22099/jaa.2019.29285.1703> [In Persian].
- Taheri, M., & Ghobadi Aski, S. (2023). Strategic deviance impact on auditor quality and its consequences in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 30(3), 506-531. DOI: <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2023.347559.1008715> [In Persian].
- Tan, K. J. K. (2011). Corporate debt maturity. <https://espace.library.uq.edu.au/view/UQ:243115>
- Tang, J., Crossan, M., & Rowe, W. G. (2011). Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board. *Journal of Management Studies*, 48(7), 1479-1503. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00985.x>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Wu, Y., & Yang, X. (2022). The impact of contract enforcement efficiency on debt maturity structure using mathematical derivation and comparative static analysis. *Journal of Computational Methods in Science and Engineering*, 22(1), 97-108. DOI: <https://doi.org/10.3233/JCM-215618>
- Ye, K., Guan, J. X., & Zhang, B. (2021). Strategic deviation and stock return synchronicity. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 36(1), 172-194. DOI: <https://doi.org/10.1177/0148558X18802551>
- Zhang, Y. (2006). The presence of a separate COO/president and its impact on strategic change and CEO dismissal. *Strategic Management Journal*, 27(3), 283-300. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.517>
- Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2010). Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31(3), 334-346. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.812>