



Paper Type: Original Article



The Role of Corporate Governance in Moderating the Effect of Financial Statement Complexity on Financing and Sustainable Financial Health of Companies

Hossein Kazemzadeh Zazrani*

Department of Accounting, University of Isfahan, Isfahan, Iran; hosseinkazemzadeh@ase.ui.ac.ir.

Citation:



Kazemzadeh Zazrani, H. (2025). The role of corporate governance in moderating the effect of financial statement complexity on financing and sustainable financial health of companies. *Financial and banking strategic studies*, 3(4), 330-344.

Received: 29/05/2024

Reviewed: 15/07/2024

Revised: 24/09/2021

Accepted: 29/11/2024

Abstract

Purpose: The purpose of this paper is to investigate the role of corporate governance in moderating the relationship between financial statement complexity and firms' financing, as an indicator of sustainable financial health.

Methodology: This paper aimed to analyze 236 firms listed on the Tehran Stock Exchange during 2013–2021 using panel data regression. Financial statement complexity is measured by the Fog index and report length, while financing is proxied by bank borrowing.

Findings: The results show that financial statement complexity significantly affects firms' financing. However, corporate governance does not have a significant moderating effect on this relationship.

Originality/Value: This study highlights the limited moderating role of corporate governance in an emerging market context and provides evidence on how reporting complexity influences firms' access to finance.

Keywords: Financial statement complexity, Corporate governance, Financing, Sustainable financial health, Sustainable governance.



Corresponding Author: hosseinkazemzadeh@ase.ui.ac.ir 10.22105/fbs.2026.243179



Licensee. **Financial and Banking Strategic Studies**. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>).



نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل اثر پیچیدگی صورت‌های مالی بر تامین مالی و سلامت مالی پایدار شرکت‌ها

حسین کاظم‌زاده زازرانی*

گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران.

چکیده

هدف: هدف این مقاله بررسی نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و تامین مالی شرکت‌ها به‌عنوان یکی از شاخص‌های سلامت مالی پایدار است.

روش‌شناسی پژوهش: این پژوهش با استفاده از داده‌های ۲۳۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ و به‌کارگیری مدل رگرسیون داده‌های تابلویی انجام شده است. پیچیدگی صورت‌های مالی با شاخص فوگ و تعداد صفحات گزارش‌ها و تامین مالی با میزان استقراض بانکی اندازه‌گیری شده است.

یافته‌ها: نتایج نشان می‌دهد که پیچیدگی صورت‌های مالی بر تامین مالی شرکت‌ها اثر معناداری دارد، اما حاکمیت شرکتی نقش تعدیل‌کننده معناداری در این رابطه ایفا نمی‌کند.

اصالت/ارزش افزوده علمی: این پژوهش با تمرکز بر بازارهای نوظهور نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی توان تعدیل اثر پیچیدگی گزارشگری مالی بر تامین مالی را ندارد و بینشی درباره اثر ساختار گزارشگری بر دسترسی به منابع مالی ارایه می‌دهد.

کلیدواژه‌ها: پیچیدگی صورت‌های مالی، حاکمیت شرکتی، تامین مالی، سلامت مالی پایدار، حکمرانی پایدار.

۱- مقدمه

در دهه‌های اخیر، سلامت مالی پایدار شرکت‌ها به‌عنوان یکی از اهداف کلیدی نظام‌های اقتصادی و بازارهای سرمایه مورد توجه سیاست‌گذاران، نهادهای ناظر و ذی‌نفعان قرار گرفته است. توانایی شرکت‌ها در دسترسی مستمر و کم‌هزینه به منابع مالی، نه تنها شرط تداوم فعالیت آن‌هاست، بلکه نقش مهمی در ثبات مالی، رشد اقتصادی و تحقق حکمرانی پایدار ایفا می‌کند. در این میان، کیفیت و شفافیت اطلاعات مالی منتشرشده از سوی شرکت‌ها، یکی از عوامل اساسی اثرگذار بر تصمیمات تامین مالی و ارزیابی ریسک توسط سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان محسوب می‌شود.

یکی از چالش‌های مهم در حوزه گزارشگری مالی، پیچیدگی صورت‌های مالی است. افزایش حجم گزارش‌ها، استفاده از عبارات تخصصی، ساختارهای زبانی پیچیده و افشای گسترده اطلاعات، می‌تواند فرایند پردازش اطلاعات را برای استفاده‌کنندگان دشوار ساخته و منجر به افزایش عدم‌تقارن اطلاعاتی شود. شواهد پژوهشی نشان می‌دهد که پیچیدگی گزارشگری مالی، از یک سو می‌تواند ابزار پوششی برای مدیریت سود یا پنهان‌سازی عملکرد واقعی باشد و از سوی دیگر، از طریق افزایش هزینه‌های پردازش اطلاعات، بر تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد.

در این میان، حاکمیت شرکتی به‌عنوان یکی از سازوکارهای اصلی حکمرانی پایدار، نقش مهمی در نظارت بر فرایند گزارشگری مالی و کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت ایفا می‌کند. ساختار مناسب هیات‌مدیره، مالکیت نهادی موثر و کاهش نفوذ مالکیت دولتی می‌تواند به بهبود

شفافیت اطلاعات مالی و کاهش پیامدهای منفی ناشی از پیچیدگی گزارشگری کمک کند. از این منظر، انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی بتواند اثر پیچیدگی صورت‌های مالی بر تامین مالی و در نهایت سلامت مالی پایدار شرکت‌ها را تعدیل کند.

با وجود اهمیت این موضوع، نتایج پژوهش‌های پیشین در خصوص نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی در رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و تامین مالی، یکدست و قطعی نیست و به‌ویژه در بازارهای نوظهور مانند ایران، شواهد تجربی محدودی در این زمینه وجود دارد. از این رو، پژوهش حاضر با هدف بررسی نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل اثر پیچیدگی صورت‌های مالی بر تامین مالی و سلامت مالی پایدار شرکت‌ها، به بررسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

۲- بیان مساله پژوهش

در بازارهای سرمایه، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به‌طور فزاینده‌ای متکی بر اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌هاست. در چنین شرایطی، قابلیت فهم و شفافیت گزارشگری مالی نقش تعیین‌کننده‌ای در کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی، ارزیابی ریسک و در نهایت دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی پایدار ایفا می‌کند. با این حال، گسترش الزامات افشا، افزایش حجم گزارش‌ها و استفاده از ساختارهای زبانی و فنی پیچیده، موجب شده است که صورت‌های مالی بسیاری از شرکت‌ها از سطح مطلوب خوانایی فاصله بگیرند و به اسنادی پیچیده و دشوار برای استفاده‌کنندگان تبدیل شوند.

پیچیدگی صورت‌های مالی می‌تواند از طریق افزایش هزینه‌های پردازش اطلاعات و کاهش شفافیت، بر رفتار سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان اثر گذاشته و فرایند تامین مالی شرکت‌ها را با چالش مواجه سازد. در چنین فضایی، شرکت‌هایی که صورت‌های مالی پیچیده‌تری ارائه می‌کنند، ممکن است با محدودیت در دسترسی به منابع مالی، افزایش هزینه‌های تامین مالی یا کاهش اعتماد ذی‌نفعان روبه‌رو شوند؛ امری که در نهایت می‌تواند سلامت مالی بلندمدت آن‌ها را تحت تاثیر قرار دهد.

از سوی دیگر، حاکمیت شرکتی به‌عنوان یکی از ارکان اصلی حکمرانی پایدار، با ایجاد سازوکارهای نظارتی موثر، می‌تواند نقش مهمی در بهبود کیفیت گزارشگری مالی و کنترل پیامدهای منفی ناشی از پیچیدگی اطلاعات ایفا کند. ساختار مناسب هیات‌مدیره، حضور سرمایه‌گذاران نهادی و کاهش نفوذ مالکیت دولتی، از جمله عواملی هستند که انتظار می‌رود بر رفتار گزارشگری مدیریت اثر گذاشته و رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و تامین مالی شرکت‌ها را تعدیل نمایند.

با وجود اهمیت این موضوع، شواهد تجربی موجود در خصوص نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی در رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و تامین مالی، به‌ویژه در بازارهای نوظهور، محدود و بعضاً متناقض است. بسیاری از پژوهش‌های پیشین یا صرفاً به بررسی اثر مستقیم پیچیدگی گزارشگری مالی پرداخته‌اند، یا نقش حاکمیت شرکتی را به‌صورت مستقل و بدون توجه به تعامل آن با پیچیدگی اطلاعات مالی بررسی کرده‌اند. این در حالی است که در شرایط اقتصادی ایران که ساختار مالکیت شرکت‌ها، نقش دولت و ویژگی‌های نهادی بازار سرمایه تفاوت‌های معناداری با بازارهای توسعه‌یافته دارد، بررسی این روابط از اهمیت دوچندانی برخوردار است.

بر این اساس، مساله اصلی پژوهش حاضر این است که آیا حاکمیت شرکتی می‌تواند اثر پیچیدگی صورت‌های مالی بر تامین مالی شرکت‌ها را تعدیل کرده و از این طریق به ارتقای سلامت مالی پایدار شرکت‌ها کمک کند یا خیر؟ پاسخ به این سوال می‌تواند به درک بهتر نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش پیامدهای منفی پیچیدگی گزارشگری مالی و بهبود تصمیمات تامین مالی در بازار سرمایه ایران منجر شود.

۳- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۳-۱- مبانی نظری پژوهش

۳-۱-۱- پیچیدگی صورت‌های مالی و عدم تقارن اطلاعاتی

بر اساس نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران نسبت به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان از اطلاعات بیشتری درباره وضعیت واقعی شرکت برخوردارند. در چنین شرایطی، کیفیت و خوانایی گزارش‌های مالی نقش مهمی در کاهش شکاف اطلاعاتی ایفا می‌کند. پیچیدگی صورت‌های مالی که می‌تواند ناشی از طول بیش از حد گزارش‌ها، ساختارهای زبانی دشوار و استفاده از اصطلاحات فنی پیچیده باشد، هزینه پردازش اطلاعات را برای استفاده‌کنندگان افزایش داده و منجر به تفسیر نادرست یا ناقص اطلاعات مالی می‌شود.

مطابق این دیدگاه، افزایش پیچیدگی گزارشگری مالی می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را کاهش داده و تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار دهد. شاخص‌هایی مانند شاخص فوگ و طول متن (تعداد صفحات صورت‌های مالی) در پژوهش‌های پیشین به‌عنوان معیارهایی برای سنجش پیچیدگی گزارشگری مالی مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

۳-۱-۲- پیچیدگی صورت‌های مالی و تامین مالی شرکت‌ها

نظریه نمایندگی بیان می‌کند که در صورت ضعف شفافیت اطلاعات، مدیران ممکن است انگیزه‌هایی برای رفتارهای فرصت‌طلبانه داشته باشند. در چنین شرایطی، اعتباردهندگان برای جبران ریسک اطلاعاتی، یا هزینه تامین مالی را افزایش می‌دهند یا دسترسی شرکت به منابع مالی را محدود می‌کنند.

از این منظر، پیچیدگی صورت‌های مالی می‌تواند به‌عنوان عاملی بازدارنده در فرایند تامین مالی تلقی شود. گزارش‌های مالی پیچیده، ارزیابی ریسک اعتباری را دشوار ساخته و موجب افزایش عدم اطمینان در تصمیم‌گیری و وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران می‌شود. در نتیجه، انتظار می‌رود بین پیچیدگی صورت‌های مالی و سطح تامین مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود داشته باشد.

۳-۱-۳- حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی

حاکمیت شرکتی به مجموعه‌ای از سازوکارها اطلاق می‌شود که به منظور نظارت بر عملکرد مدیران و هم‌سوسازی منافع آن‌ها با سهامداران طراحی شده‌اند. بر اساس نظریه نمایندگی، وجود سازوکارهای موثر حاکمیت شرکتی می‌تواند رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت را کاهش داده و کیفیت گزارشگری مالی را بهبود بخشد.

عناصری نظیر نسبت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره، مالکیت نهادی و میزان نفوذ مالکیت دولتی از جمله مهم‌ترین شاخص‌های حاکمیت شرکتی هستند که در پژوهش‌های پیشین به‌طور گسترده مورد بررسی قرار گرفته‌اند. وجود حاکمیت شرکتی کارآمد می‌تواند شفافیت اطلاعات مالی را افزایش داده و پیامدهای منفی ناشی از پیچیدگی گزارشگری مالی را کنترل نماید.

۳-۱-۴- نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی

بر اساس تلفیق نظریه نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی نه تنها به‌طور مستقیم، بلکه به‌صورت تعدیل‌کننده بر رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و تامین مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد. به این معنا که در شرکت‌هایی با سازوکارهای قوی‌تر حاکمیت شرکتی، اثر منفی پیچیدگی گزارشگری مالی بر تصمیمات تامین مالی کاهش یابد.

در این چارچوب، حاکمیت شرکتی می‌تواند از طریق افزایش نظارت، بهبود کیفیت افشا و کاهش ابهام اطلاعاتی، شدت تاثیر پیچیدگی صورت‌های مالی بر تامین مالی را تعدیل کند. این نقش تعدیلی، به‌ویژه در بازارهای نوظهور با ویژگی‌های نهادی خاص، اهمیت بیشتری می‌یابد.

۳-۲- پیشینه پژوهش

۳-۲-۱- پژوهش‌های خارجی

حسین و همکاران [1] پژوهشی را با عنوان "آیا خوانایی و لحن گزارش یکپارچه، اطلاعات مرتبط با ارزش را منتقل می‌کنند؟" با استفاده از اطلاعات ۲/۷۰۷ شرکت در ۴۱ کشور به روش رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که داشتن لحن خواناتر و خوش‌بینانه‌تر در گزارش‌های یکپارچه، بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تاثیر مثبت می‌گذارد. این ارتباط مثبت بین خوانایی و لحن با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به‌ویژه در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی بالاتر، بیشتر مشهود است. این رابطه در کشورهای ذی‌نفع‌محور، کشورهایی که انگلیسی، زبان رسمی آن‌ها نیست و محیط‌های مالی غیرشفاف، بیشتر تقویت می‌شود. علاوه بر این، محتوای اطلاعاتی خوانایی و لحن گزارش یکپارچه، ارتباط مثبتی با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام نشان می‌دهد.

هونگ و همکاران [2] پژوهشی را با عنوان "حاکمیت شرکتی، تامین مالی خارجی و مدیریت سود" طی سال‌های ۲۰۱۰ الی ۲۰۲۰ با استفاده از اطلاعات ۴۸۸ شرکت به روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی، مکانیزم مفیدی برای کنترل مدیریت سود است. با این حال، هنگامی که شرکت‌ها در فعالیتهای تامین مالی خارجی شرکت می‌کنند، حاکمیت شرکتی به‌طور قابل‌توجهی با مدیریت سود مثبتی بر تعهدی و مدیریت سود واقعی مرتبط نیست.

چاکرابورتی و همکاران [3] پژوهشی را با عنوان "پیچیدگی صورت‌های مالی و تامین مالی از بانک" طی سال‌های ۲۰۰۱ الی ۲۰۱۵ با استفاده از اطلاعات ۱۲/۶۰۱ مشاهده به روش رگرسیون چندمتغیره موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که طول گزارش‌های مالی و پیچیدگی قوانین گزارشگری مالی به‌طور مثبت با اتکای شرکت‌ها به تامین مالی بانکی (به‌عنوان مثال، سطح بدهی و تامین مالی جدید) مرتبط است.

دوکو و همکاران [4] پژوهشی را تحت عنوان "ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و تصمیمات مالی شرکت" طی سال‌های ۲۰۱۱ الی ۲۰۱۹ با استفاده از اطلاعات ۱۸۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس غنا به روش رگرسیون چندمتغیره موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد ساختار هیات‌مدیره نقش مهمی در تاثیرگذاری بر تصمیمات تامین مالی شرکت دارد. به‌طور خاص، هیات‌های مدیره شرکت‌ها با اندازه‌های بزرگ‌تر و نمایندگان زنان بیشتر، تامین مالی بدهی را ترجیح می‌دهند.

توت [5] پژوهشی را تحت عنوان "تامین مالی خارجی، حاکمیت شرکتی و ارزش دارایی‌های نقدی" طی سال‌های ۲۰۰۴ الی ۲۰۱۶ با استفاده از اطلاعات ۱۵۹۹ شرکت آمریکایی به روش رگرسیون چندمتغیره موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد شرکت‌های دارای حاکمیت خوب، هزینه‌های نگهداری وجه نقد را در مقابل منافع به‌حداقل رساندن تقاضای آتی برای تامین مالی پرهزینه خارجی معاوضه می‌کنند و به‌طور موثر در برابر فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور آتی محافظت می‌کنند.

حسن و همکاران [6] پژوهشی را تحت عنوان "رابطه خوانایی، حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار قطر" طی سال‌های ۲۰۱۴ الی ۲۰۱۶ با استفاده از اطلاعات ۱۲۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس قطر به روش رگرسیون چندگانه موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد شرکت‌های با سطح قابل‌قبولی از خوانایی گزارشگری مالی، سودآورتر و هزینه‌های نمایندگی پایین‌تری دارند.

۳-۲-۲- پژوهش‌های داخلی

شاه‌محمدزاده [7] پژوهشی را با عنوان "بررسی ارتباط میان پیچیدگی صورت‌های مالی و حجم تسهیلات بانکی" طی سال‌های ۱۳۹۸ الی ۱۴۰۲ با استفاده از اطلاعات تعدادی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که افزایش پیچیدگی صورت‌های مالی (عمدتاً شاخص فوگ) رابطه معناداری با افزایش اتکای شرکت‌ها به تسهیلات بانکی دارد.

اعتبار و همکاران [8] پژوهشی را با عنوان "نقش تعدیلی تنوع هیات‌مدیره و پیچیدگی گزارشگری مالی در رابطه بیش اعتمادی مدیریت بر تصمیمات تامین مالی بدهی بازار سرمایه ایران" طی سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۱ با استفاده از اطلاعات ۱۴۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش رگرسیون مبتنی بر داده‌های تابلویی موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بیش اعتمادی مدیریت بر تصمیمات تامین مالی از طریق بدهی تاثیر مثبت معناداری دارد همچنین بین تنوع هیات‌مدیره شرکت و تصمیمات تامین مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بین پیچیدگی گزارشگری مالی و تصمیمات تامین مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. تنوع هیات‌مدیره، رابطه بیش اعتمادی مدیریت و تصمیمات تامین مالی را به طور مثبت و معنادار تعدیل می‌کند. درحالی‌که افزایش پیچیدگی گزارشگری مالی موجب تعدیل رابطه مثبت بین بیش اعتمادی مدیریت و تصمیمات تامین مالی نمی‌شود.

مهدوی و همکاران [9] پژوهشی را با عنوان "بررسی تاثیر خوانایی گزارش مالی بر سیاست تامین مالی با تاکید بر نقش حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۸ با استفاده از اطلاعات ۱۴۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش رگرسیون چندمتغیره موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که خوانایی گزارش مالی با اعتبار تجاری ارتباط مستقیم و معنادار و با نگهداشت وجه نقد ارتباط منفی و معنادار دارد. به عبارتی، شرکت‌هایی که گزارش‌های مالی خواناتری دارند اعتبار تجاری بیشتری از تامین‌کنندگان دریافت می‌کنند و وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. همچنین نتایج نشان داد که کیفیت حاکمیت شرکتی قوی، ارتباط مثبت خوانایی و اعتبار تجاری و همچنین ارتباط منفی بین خوانایی و نگهداشت وجه نقد را تعدیل و تقویت می‌کند.

عرب و پناهی‌اروانق [10] پژوهشی را با عنوان "بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر خوانایی گزارشگری مالی" طی سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ با استفاده از اطلاعات ۱۷۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش رگرسیون خطی چندمتغیره موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که از بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی استقلال هیات‌مدیره بر خوانایی گزارشگری مالی تاثیر مثبت و معنادار دارد و مکانیزم‌های اندازه و جلسات هیات‌مدیره بر خوانایی گزارشگری مالی تاثیر معنادار ندارد.

نوروزی و همکاران [11] پژوهشی را با عنوان "بررسی نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین خوانایی گزارشگری مالی و هزینه نمایندگی" طی سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۶ با استفاده از اطلاعات ۱۱۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش رگرسیون خطی چندمتغیره موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که خوانایی گزارشگری مالی موجب کاهش هزینه نمایندگی در شرکت می‌گردد. همچنین حاکمیت شرکتی رابطه منفی خوانایی گزارشگری مالی و هزینه نمایندگی را تشدید می‌کند.

خوشکار و همکاران [12] پژوهشی را با عنوان "تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر پیچیدگی اطلاعات حسابداری" طی سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ با استفاده از اطلاعات ۱۴۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش رگرسیون لجستیک موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که استقلال هیات‌مدیره بر پیچیدگی اطلاعات حسابداری تاثیر معناداری دارد و نقش مدیرعامل در پیچیدگی اطلاعات حسابداری تاثیر معناداری ندارد. همچنین مالکیت نهادی بر پیچیدگی اطلاعات حسابداری تاثیر معناداری دارد.

غنی‌زاده و همکاران [13] پژوهشی را با عنوان "بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر هزینه تامین مالی از طریق بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" با استفاده از اطلاعات ۱۲۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که وجود سهامداران عمده در ترکیب سهامداران و مالکیت دولتی بر هزینه تامین مالی از طریق بدهی تاثیر معکوس و معناداری دارند.

مجیدی [14] پژوهشی را با عنوان "بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر تامین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت سیمان و فلزات (از طریق بدهی بانکی و انتشار سهام با در نظر گرفتن ریسک مالی و بازدهی کل به‌عنوان عوامل موثر بر روش‌های تامین مالی)" در طول سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۱ به روش رگرسیون چندمتغیره موردبررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی ارتباط مثبتی با میزان استفاده از بدهی‌های بانکی دارند و همچنین شرکت‌هایی که نظام راهبری شرکتی قوی‌تری دارند تمایل کمتری به تامین مالی از طریق انتشار سهام دارند.

۴- فرضیه‌های پژوهش و مدل مفهومی

۴-۱- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری، پیشینه پژوهش و اهداف مطالعه حاضر، فرضیه پژوهش به این شرح تدوین می‌شوند: حاکمیت شرکتی، شدت تاثیر پیچیدگی صورت‌های مالی بر میزان تامین مالی شرکت‌ها را تعدیل می‌کند.

۴-۲- مدل مفهومی پژوهش

مدل مفهومی پژوهش حاضر به‌گونه‌ای طراحی شده است که در آن پیچیدگی صورت‌های مالی به‌عنوان متغیر مستقل، میزان تامین مالی شرکت‌ها به‌عنوان متغیر وابسته و حاکمیت شرکتی به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده در نظر گرفته شده است. همچنین، به‌منظور کنترل سایر عوامل موثر بر تامین مالی، از متغیرهای کنترلی متداول در ادبیات پژوهش استفاده شده است.

در این مدل، اثر تعاملی بین پیچیدگی صورت‌های مالی و حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار می‌گیرد تا نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی در این رابطه تبیین شود.

۴-۳- الگوی تجربی پژوهش

$$BankLending_{it} = \beta_0 + \beta_1 Complexity_{it} + \beta_2 GOV_{it} + \beta_3 GOV_{it} * Complexity_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 BEP_{it} + \beta_7 MBit + \beta_7 Return_{it} + \beta_8 ReturnVolatility_{it} + \beta_9 Accruals_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

که در آن:

- ۱- *Financing*: میزان تامین مالی شرکت.
- ۲- *Complexity*: پیچیدگی صورت‌های مالی (شاخص فوگ / تعداد صفحات).
- ۳- *Governance*: حاکمیت شرکتی.
- ۴- *Controls*: متغیرهای کنترلی پژوهش.
- ۵- ε : جمله خطا.

۵- روش‌شناسی پژوهش

۵-۱- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ را شامل می‌شود. به‌منظور انتخاب نمونه آماری، از روش حذفی سیستماتیک (غربالگری) استفاده شده است. معیارهای انتخاب شرکت‌ها به شرح زیر است:

۱. شرکت‌ها طی دوره پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده و فعال باشند.
 ۲. پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به اسفندماه باشد.
 ۳. اطلاعات مالی و گزارش‌های سالانه شرکت‌ها به‌صورت کامل و قابل دسترس در سامانه کدال وجود داشته باشد.
 ۴. شرکت‌ها جزو نهادهای مالی (بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری) نباشند.
- پس از اعمال این محدودیت‌ها، نمونه نهایی پژوهش شامل ۲۳۶ شرکت (معادل ۲۳۶۰ مشاهده شرکت-سال) گردید.

۵-۲- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

۵-۲-۱- متغیر وابسته: تامین مالی شرکت (FIN)

متغیر وابسته پژوهش، میزان تامین مالی شرکت‌ها است. به استناد پژوهش‌های چاکرابورتی و همکاران [3] و افلاطونی و همکاران [15]، تامین مالی از طریق نسبت تسهیلات دریافتی از بانک‌ها و موسسات مالی به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است. این شاخص بیانگر میزان اتکای شرکت‌ها به منابع مالی بانکی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین اشکال تامین مالی خارجی می‌باشد.

۵-۲-۲- متغیر مستقل: پیچیدگی صورت‌های مالی (Complexity)

در این پژوهش، پیچیدگی صورت‌های مالی با استفاده از دو شاخص زیر اندازه‌گیری شده است:

۱. شاخص فوگ (FOG).

۲. شاخص طول متن (PAGES).

شاخص فوگ (FOG)

شاخص فوگ به‌عنوان یکی از رایج‌ترین معیارهای سنجش خوانایی و پیچیدگی متون مالی، بر اساس رابطه (۱) محاسبه شده است.

$$(1) \text{ (میانگین تعداد کلمات در هر جمله + درصد کلمات پیچیده) } / 4 = \text{ شاخص فوگ}$$

فرایند محاسبه شاخص فوگ شامل انتخاب سه نمونه ۱۰۰ کلمه‌ای از ابتدا، میانه و انتهای صورت‌های مالی، شمارش جملات، محاسبه طول متوسط جمله و شناسایی کلمات سه‌هجایی و بیشتر است. در نهایت، میانگین نتایج سه نمونه به‌عنوان شاخص فوگ شرکت در هر سال در نظر گرفته می‌شود.

بر اساس ادبیات پژوهش:

۱. $FOG \geq 18$: متن بسیار پیچیده و غیرقابل خواندن.

۲. FOG بین ۱۴ تا ۱۸: متن سخت.

۳. FOG بین ۱۰ تا ۱۲: متن قابل قبول.

۴. FOG بین ۸ تا ۱۰: متن آسان.

شاخص طول متن (PAGES)

دومین شاخص پیچیدگی صورت‌های مالی، طول متن گزارش‌های مالی است که بر اساس رابطه (۲) محاسبه می‌شود [16]:

$$(2) \text{ (تعداد صفحات صورت‌های مالی) } = \ln \text{ شاخص طول متن}$$

تعداد صفحات صورت‌های مالی از فایل‌های PDF بارگذاری شده در سامانه کدال استخراج شده است. این شاخص بیانگر حجم افشای اطلاعات مالی و میزان تفصیل گزارش‌های مالی شرکت‌ها می‌باشد.

۵-۲-۳- متغیر تعدیل‌کننده: حاکمیت شرکتی (GOV)

متغیر تعدیل‌کننده پژوهش، حاکمیت شرکتی (GOV) است که به استناد پژوهش هونگ و همکاران [2] و مطالعات داخلی مرتبط، بر اساس ترکیب سه شاخص زیر اندازه‌گیری شده است:

۱. نسبت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره: در صورتی که درصد اعضای غیرموظف هیات‌مدیره شرکت بالاتر از میانگین نمونه باشد، مقدار یک و در غیر این صورت صفر اختصاص می‌یابد.

۲. مالکیت نهادی: اگر شرکت دارای حداقل سه سهامدار نهادی (غیردولتی و غیرشبه‌دولتی) با مجموع مالکیت بیش از ۵۰٪ باشد، مقدار یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.
۳. نفوذ و مالکیت دولتی: در صورتی که شرکت تحت کنترل دولت، نهادها یا شرکت‌های دولتی و شبه‌دولتی باشد، مقدار یک و در غیر این صورت صفر اختصاص می‌یابد.

در نهایت، شاخص حاکمیت شرکتی به صورت یک متغیر ترکیبی (*Dummy-based Index*) محاسبه شده است.

۴-۲-۵- متغیرهای کنترلی

به منظور کنترل سایر عوامل موثر بر تامین مالی شرکت‌ها، از متغیرهای کنترلی زیر استفاده شده است:

- اندازه شرکت (*SIZE*): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت.
- دارایی‌های مشهود (*TANG*): از تقسیم دارایی‌های مشهود بر کل دارایی‌ها شرکت حاصل می‌شود.
- بازده دارایی‌ها / سودآوری (*BEP*): از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها شرکت حاصل می‌شود.
- نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (*MB*): از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت حاصل می‌شود.
- بازده سهام (*RETURN*): درصد تغییرات قیمت سهام به همراه سود نقدی طی یک دوره زمانی مشخص نسبت به قیمت ابتدای دوره.
- نوسان‌پذیری بازده (*VOLATILITY*): انحراف معیار بازده سهام در یک دوره زمانی مشخص به عنوان شاخص نوسان‌پذیری.
- اقلام تعهدی (*ACC*): تفاوت بین سود خالص و جریان‌های نقدی عملیاتی، مقیاس شده بر کل دارایی‌ها.

۳-۵- روش برآورد و الگوی تجربی پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی (*Panel Data*) استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (جدول ۳)، فرضیه‌های کلاسیک رگرسیون نقض شده است؛ از این رو، برای افزایش دقت برآوردها، روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته^۱ به کار گرفته شده است.

۶- یافته‌های پژوهش

در این بخش، یافته‌های پژوهش به صورت آمار توصیفی و تحلیل‌های استنباطی ارائه می‌شود. ابتدا ویژگی‌های توصیفی متغیرهای پژوهش بررسی شده و سپس، با انجام آزمون‌های لازم، فرضیه‌های کلاسیک رگرسیون و در نهایت نتایج آزمون فرضیه پژوهش گزارش می‌گردد.

۱-۶- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر، انحراف معیار و چولگی در جدول ۱ ارائه شده است. بررسی این جدول نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش از پراکندگی مناسبی برخوردار بوده و داده‌ها برای انجام تحلیل‌های استنباطی مناسب می‌باشند.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش.

Table 1- Descriptive statistics of research variables.

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی
تامین مالی شرکت	BANKLENDING	0.242	0.147	6.859	0	0.410	6.126
پیچیدگی صورت‌های مالی شاخص فوگ	FOG	16.878	17.216	19.004	8.259	1.749	-1.535
پیچیدگی صورت‌های مالی شاخص تعداد صفحات	PAGES	43.297	41	120	20	13.469	1.272
حاکمیت شرکتی	GOV	0.639	0.666	1	0	0.210	-0.470

¹ Generalized Least Squares (GLS)

جدول ۱- ادامه.

Table 1- Continued.

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی
اندازه شرکت	SIZE	14.847	14.637	21.571	9.240	1.881	0.414
دارایی‌های مشهود	TANG	0.349	0.214	20.549	0	1.127	10.258
سودآوری	BEP	0.215	0.168	6.308		0.325	8.011
فرصت رشد	MB	12.621	12.549	20.118	9.354	1.107	1.231
بازده سهام	RETURN	91.957	30.669	10056.76	-81.927	273.133	20.049
تغییرات بازده سهام	VOLATILITY	14.710	15.369	17.099	4.944	2.520	-2.138
اقدام تعهدی	ACC	-0.249	-0.263	128.635	-66.323	4.723	13.419

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۶-۲- تجزیه و تحلیل استنباطی داده‌ها

به منظور آزمون فرضیه پژوهش، پیش از برآورد مدل‌ها، فرض کلاسیک رگرسیون مورد بررسی قرار گرفته است.

۶-۲-۱- تعیین نوع داده‌های ترکیبی (آزمون اف لیمر و هاسمن)

نتایج آزمون اف لیمر و آزمون هاسمن در جدول ۲ ارائه شده است. با توجه به معنادار بودن آزمون اف لیمر، استفاده از داده‌های تابلویی تایید می‌شود. همچنین، نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد که مدل اثرات ثابت برای برآورد مدل‌های پژوهش مناسب است.

جدول ۲- نتایج آزمون اف لیمر و هاسمن.

Table 2- Results of the F-limer and Hausman test.

نوع داده	هاسمن		تشخیص	لیمر F		مدل
	آماره	سطح معنی‌داری		آماره	سطح معنی‌داری	
اثرات ثابت	272.508	0.0000	تابلویی	12.582	0.0000	فوک
تعداد صفحات	283.406	0.0000	تابلویی	12.812	0.0000	تعداد صفحات

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۶-۲-۲- تعیین نوع داده‌های ترکیبی (آزمون اف لیمر و هاسمن)

به منظور بررسی ناهمسانی واریانس، از آزمون بروش-گادفری (LR) استفاده شده است. نتایج در جدول ۳ نشان می‌دهد که ناهمسانی واریانس در مدل‌ها وجود دارد؛ از این رو، برای رفع این مشکل از روش GLS استفاده شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس.

Table 3- Results of the variance heterogeneity test.

شاخص‌ها	فرض کلاسیک	نام آزمون	سطح معناداری	آماره آزمون	نتیجه
فوک	همسانی واریانس	LR	0.0000	5123.566	ناهمسانی واریانس
تعداد صفحات	همسانی واریانس	LR	0.0000	5123.428	ناهمسانی واریانس

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۶-۲-۳- آزمون همخطی

برای بررسی همخطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی، از آزمون عامل تورم واریانس^۱ استفاده شده است. نتایج در جدول ۴ نشان می‌دهد که مقدار VIF برای تمامی متغیرها کمتر از ۱۰ بوده و بنابراین، مشکل همخطی وجود ندارد.

جدول ۴- نتایج آزمون همخطی.
Table 4- Results of the collinearity test.

نماد متغیر	عامل تورم واریانس (فوغ)	عامل تورم واریانس (تعداد صفحات)	نتیجه
FOG	2.923	-	نبود همخطی
PAGES	-	2.148	
GOV	3.891	2.261	
FOG*GOV	4.313	-	
PAGES*GOV	-	2.514	
SIZE	4.221	4.789	
TANG	1.837	1.824	
BEP	2.070	2.068	
MB	5.080	5.083	
RETURN	1.046	1.047	
VOLATILITY	2.104	1.321	
ACC	1.029	1.029	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۶-۲-۴- آزمون خودهمبستگی

جدول ۵- نتایج آزمون خودهمبستگی.
Table 5- Results of the autocorrelation test.

مدل	فرض کلاسیک	نام آزمون	سطح معناداری	نتیجه
فوغ	نبود خودهمبستگی	دوربین واتسون	1.968	نبود خودهمبستگی
تعداد صفحات	نبود خودهمبستگی	دوربین واتسون	1.950	نبود خودهمبستگی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۶-۳- نتایج آزمون فرضیه پژوهش

۶-۳-۱- نتایج آزمون فرضیه پژوهش (شاخص فوغ)

نتایج برآورد مدل مبتنی بر شاخص فوغ در جدول ۶ ارائه شده است. سطح معناداری آماره F برابر با ۰/۰۰۰۰ بوده که نشان‌دهنده معناداری کلی مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۸۵٪ است.

با این حال، ضریب متغیر تعاملی $GOV \times FOG$ از نظر آماری معنادار نبوده و نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی نقش تعدیل‌کننده معناداری در رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی (شاخص فوغ) و تامین مالی شرکت‌ها ندارد و بر اساس این نتایج، فرضیه پژوهش بر اساس شاخص فوغ رد می‌گردد.

¹ Variance Inflation Factor (VIF) test

جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه پژوهش (شاخص فوگ).

Table 6- Results of the research hypothesis test (Fog index).

$$\text{BankLending}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Complexity}_{it} + \beta_2 \text{GOV}_{it} + \beta_3 \text{GOV}_{it} * \text{Complexity}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{TANG}_{it} + \beta_6 \text{BEP}_{it} + \beta_7 \text{MB}_{it} + \beta_7 \text{Return}_{it} + \beta_8 \text{ReturnVolatility}_{it} + \beta_9 \text{Accruals}_{it} + \varepsilon$$

نام متغیر	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	β_0	1.324	0.078	16.967	0.000
پیچیدگی صورت‌های مالی (شاخص فوگ)	FOG	-0.006	0.002	-2.393	0.017
حاکمیت شرکتی	GOV	-0.040	0.070	0.571	0.568
اثر تعاملی پیچیدگی صورت‌های مالی و حاکمیت شرکتی	FOG*GOV	0.002	0.004	0.668	0.504
اندازه شرکت	SIZE	0.003	0.005	0.600	0.548
دارایی‌های مشهود	TANG	0.035	0.019	1.846	0.0661
سودآوری	BEP	-0.067	0.017	-3.927	0.000
فرصت رشد	MB	-0.071	0.007	-9.193	0.000
بازده سهام	RETURN	0.000	0.000	1.587	0.113
تغییرات بازده سهام	VOLATILITY	-0.008	0.001	-8.536	0.000
اقدام تعهدی	ACC	0.002	0.001	2.090	0.037
آماره اف فیشر		34.511	آزمون دوربین واتسون		1.968
سطح معناداری اف فیشر		0.0000	ضریب تعیین تعدیل شده		0.753

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۳-۲-۶- نتایج آزمون فرضیه پژوهش (شاخص تعداد صفحات)

نتایج ارایه شده در جدول ۷ نشان می‌دهد که مدل از نظر آماری معنادار است و ضریب تعیین تعدیل شده حدود ۸۵٪ می‌باشد. با این وجود، ضریب متغیر تعاملی $GOV \times PAGES$ معنادار نیست و بنابراین، نقش تعدیل کننده حاکمیت شرکتی در این رابطه نیز تایید نمی‌شود و بر اساس این نتایج، فرضیه پژوهش بر اساس شاخص تعداد صفحات رد می‌گردد.

جدول ۷- نتایج آزمون فرضیه پژوهش (شاخص تعداد صفحات).

Table 7- Results of the research hypothesis test (number of pages index).

$$\text{BankLending}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Complexity}_{it} + \beta_2 \text{GOV}_{it} + \beta_3 \text{GOV}_{it} * \text{Complexity}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{TANG}_{it} + \beta_6 \text{BEP}_{it} + \beta_7 \text{MB}_{it} + \beta_7 \text{Return}_{it} + \beta_8 \text{ReturnVolatility}_{it} + \beta_9 \text{Accruals}_{it} + \varepsilon$$

نام متغیر	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	β_0	0.875	0.071	12.222	0.000
پیچیدگی صورت‌های مالی (شاخص تعداد صفحات)	PAGES	-0.000	0.000	-0.482	0.630
حاکمیت شرکتی	GOV	-0.016	0.015	-1.053	0.293
اثر تعاملی پیچیدگی صورت‌های مالی و حاکمیت شرکتی	PAGES*GOV	0.000	0.000	0.684	0.494
اندازه شرکت	SIZE	-0.023	0.004	-4.884	0.000
دارایی‌های مشهود	TANG	0.016	0.015	1.022	0.307
سودآوری	BEP	-0.077	0.014	-5.520	0.000
فرصت رشد	MB	-0.015	0.005	-2.812	0.005
بازده سهام	RETURN	-0.000	0.000	-2.652	0.008
تغییرات بازده سهام	VOLATILITY	-0.006	0.000	-7.968	0.000
اقدام تعهدی	ACC	0.004	0.001	3.502	0.000
آماره اف فیشر		60.980	آزمون دوربین واتسون		1.950
سطح معناداری اف فیشر		0.000	ضریب تعیین تعدیل شده		0.858

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷- بحث و تفسیر نتایج پژوهش

هدف اصلی این پژوهش، بررسی نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل اثر پیچیدگی صورت‌های مالی بر تامین مالی شرکت‌ها با تاکید بر سلامت و پایداری مالی بود. نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش، شواهد مهمی را در خصوص روابط بین متغیرهای موردبررسی فراهم می‌کند که در ادامه تفسیر می‌شود.

۷-۱- تفسیر اثر مستقیم پیچیدگی صورت‌های مالی بر تامین مالی

به منظور درک بهتر رفتار متغیرها در مدل پژوهش، اثر مستقیم پیچیدگی صورت‌های مالی بر تامین مالی شرکت‌ها بر اساس دو شاخص فوگ و تعداد صفحات موردبررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از جدول ۷ نشان می‌دهد که پیچیدگی صورت‌های مالی اندازه‌گیری شده بر اساس شاخص فوگ، دارای اثر منفی و معنادار بر تامین مالی شرکت‌ها است ($Sig = 0.017$). این یافته بیانگر آن است که افزایش پیچیدگی زبانی و کاهش خوانایی گزارش‌های مالی، می‌تواند فرایند تامین مالی شرکت‌ها را با دشواری مواجه کند؛ چرا که اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران در مواجهه با اطلاعات پیچیده، تمایل کمتری به تامین منابع مالی از خود نشان می‌دهند.

در مقابل، نتایج مدل مبتنی بر شاخص تعداد صفحات صورت‌های مالی (جدول ۸) نشان می‌دهد که اگرچه ضریب برآوردشده این شاخص دارای جهت مثبت است، اما این رابطه از نظر آماری معنادار نیست ($Sig = 0.630$). این نتیجه حاکی از آن است که حجم افشای اطلاعات، به‌تنهایی و بدون در نظر گرفتن کیفیت و خوانایی گزارشگری مالی، الزاما نقش تعیین‌کننده‌ای در میزان تامین مالی شرکت‌ها ایفا نمی‌کند.

لازم به تاکید است که اثرات مستقیم پیچیدگی صورت‌های مالی در این پژوهش، به‌عنوان یافته‌های جانبی مدل تفسیر می‌شوند و تمرکز اصلی پژوهش به بررسی نقش حاکمیت شرکتی به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده در این رابطه قرار دارد.

۷-۲- تفسیر نقش حاکمیت شرکتی به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده

نتایج اصلی پژوهش نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی نقش تعدیل‌کننده معناداری در رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و تامین مالی شرکت‌ها ایفا نمی‌کند؛ به‌طوری‌که ضرایب متغیرهای تعاملی $FOG \times GOV$ و $PAGES \times GOV$ در هر دو مدل از نظر آماری معنادار نبوده‌اند.

این یافته را می‌توان در چارچوب شرایط نهادی و ساختار حاکمیت شرکتی در ایران تفسیر کرد. به نظر می‌رسد اگرچه سازوکارهای حاکمیت شرکتی به‌صورت صوری در شرکت‌ها وجود دارد، اما این سازوکارها هنوز به سطحی از اثربخشی نرسیده‌اند که بتوانند پیامدهای منفی پیچیدگی گزارشگری مالی را برای ذی‌نفعان مالی خنثی یا تعدیل کنند. به‌بیان‌دیگر، وجود هیات مدیره غیر موظف، مالکیت نهادی یا کنترل دولتی، لزوماً به بهبود کیفیت پردازش اطلاعات مالی توسط اعتباردهندگان منجر نمی‌شود.

بر این اساس، فرضیه پژوهش مبنی بر نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی در رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و تامین مالی شرکت‌ها، بر اساس هر دو شاخص پیچیدگی رد می‌شود.

۷-۳- تبیین نتایج در چارچوب نظری

از منظر نظریه نمایندگی، انتظار می‌رود که حاکمیت شرکتی با کاهش تضاد منافع و افزایش نظارت، آثار منفی پیچیدگی اطلاعاتی را کاهش دهد. با این حال، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که در عمل، پیچیدگی صورت‌های مالی می‌تواند حتی در حضور سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیز پابرجا باقی بماند.

همچنین، بر اساس نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، پیچیدگی گزارشگری مالی زمانی می‌تواند تعدیل شود که نهادهای حاکمیتی توانایی تفسیر، پالایش و انتقال موثر اطلاعات را داشته باشند. عدم معناداری نقش تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی در این پژوهش می‌تواند بیانگر آن باشد که حاکمیت شرکتی در شرکت‌های ایرانی بیشتر نقش ساختاری دارد تا نقش کارکردی.

۷-۴- پیامدهای پژوهش برای حکمرانی و تامین مالی پایدار

یافته‌های پژوهش دارای پیامدهای مهمی برای سیاست‌گذاران، نهادهای ناظر و مدیران شرکت‌ها است. نتایج نشان می‌دهد که افزایش پیچیدگی گزارشگری مالی، بدون تقویت واقعی سازوکارهای حاکمیت شرکتی، نمی‌تواند به بهبود تامین مالی پایدار منجر شود؛ بنابراین، تمرکز صرف بر گسترش الزامات افشا یا افزایش حجم گزارش‌ها، بدون توجه به کیفیت حاکمیت شرکتی، ممکن است اثر معکوس بر سلامت مالی شرکت‌ها داشته باشد. از منظر حکمرانی پایدار، نتایج این پژوهش بر ضرورت حرکت از حاکمیت شرکتی صوری به حاکمیت شرکتی اثربخش تاکید دارد؛ به گونه‌ای که سازوکارهای نظارتی بتوانند پیچیدگی اطلاعاتی را کاهش داده و اعتماد اعتباردهندگان را تقویت کنند.

۷-۵- جمع‌بندی بحث

در مجموع، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اگرچه پیچیدگی صورت‌های مالی در صورت کاهش خوانایی گزارشگری مالی می‌تواند بر تامین مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد، اما حاکمیت شرکتی در وضعیت فعلی خود قادر به تعدیل این اثر نیست. این یافته، نه تنها با شرایط نهادی بازار سرمایه ایران سازگار است، بلکه زمینه‌ساز انجام پژوهش‌های آتی در حوزه کیفیت حاکمیت شرکتی و نقش آن در تحقق سلامت مالی پایدار می‌باشد.

۸- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

۸-۱- نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش بررسی نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل اثر پیچیدگی صورت‌های مالی بر تامین مالی شرکت‌ها با تاکید بر سلامت مالی پایدار در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. به این منظور، داده‌های ۲۳۶ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ با استفاده از الگوی داده‌های تابلویی و روش *GLS* مورد تحلیل قرار گرفت.

نتایج پژوهش نشان داد که اثر پیچیدگی صورت‌های مالی بر تامین مالی شرکت‌ها به شاخص مورد استفاده برای سنجش پیچیدگی بستگی دارد. به طوری که پیچیدگی گزارشگری مالی بر اساس شاخص فوگ، دارای اثر منفی و معنادار بر تامین مالی شرکت‌ها است، در حالی که شاخص تعداد صفحات صورت‌های مالی اثر معناداری بر تامین مالی نشان نداد. با این حال، نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی پژوهش بیانگر آن است که حاکمیت شرکتی نقش تعدیل‌کننده معناداری در رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و تامین مالی شرکت‌ها ایفا نمی‌کند. عدم معناداری ضرایب متغیرهای تعاملی نشان می‌دهد که سازوکارهای حاکمیت شرکتی در وضعیت فعلی، هنوز به سطحی از اثربخشی نرسیده‌اند که بتوانند پیامدهای منفی پیچیدگی گزارشگری مالی را برای اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران کاهش دهند.

در مجموع، یافته‌های پژوهش تاکید می‌کند که تحقق سلامت مالی پایدار، صرفاً از مسیر افزایش افشا یا استقرار صوری سازوکارهای حاکمیت شرکتی امکان‌پذیر نیست، بلکه مستلزم تقویت کارکرد واقعی راهبری و حاکمیت شرکتی و ارتقا کیفیت و خوانایی گزارشگری مالی است.

۸-۲- پیشنهادهای کاربردی

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

۱. به نهادهای ناظر و تدوین‌کنندگان استانداردها پیشنهاد می‌شود تمرکز خود را از افزایش صرف حجم افشا به سمت بهبود کیفیت، شفافیت و خوانایی گزارش‌های مالی معطوف نمایند.
۲. مدیران شرکت‌ها می‌بایست از ارائه گزارش‌های مالی طولانی و پیچیده بدون ارزش اطلاعاتی افزوده پرهیز کرده و گزارشگری را در راستای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی سامان‌دهی کنند.
۳. بانک‌ها و نهادهای تامین مالی می‌توانند در ارزیابی اعتباری شرکت‌ها، علاوه بر حجم اطلاعات افشاشده، شاخص‌های کیفی تری از شفافیت و قابلیت اتکای گزارش‌های مالی را مدنظر قرار دهند.

۴. سیاست‌گذاران حوزه حکمرانی شرکتی باید بر ارتقای اثربخشی واقعی سازوکارهای حاکمیت شرکتی، به‌ویژه در حوزه نظارت هیات‌مدیره و استقلال آن، تاکید بیشتری داشته باشند.

۳-۸- پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

در راستای توسعه ادبیات پژوهش، پیشنهادهای زیر برای مطالعات آینده ارائه می‌شود:

۱. بررسی نقش فناوری بلاکچین در افزایش شفافیت مالی و کاهش هزینه‌های تامین مالی در شرکت‌های دارای صورت‌های مالی پیچیده.
۲. مقایسه تطبیقی نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و تامین مالی در بازارهای نوظهور و بازارهای توسعه‌یافته.
۳. بررسی نقش تعدیل‌گری حاکمیت شرکتی در رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی.
۴. انجام مطالعات کیفی برای شناسایی موانع نهادی و ساختاری حاکمیت شرکتی در کاهش آثار منفی پیچیدگی گزارشگری مالی.
۵. بررسی تاثیر تخصص مالی اعضای هیات‌مدیره بر تعدیل رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و هزینه سرمایه.
۶. تحلیل نقش مالکیت نهادی در رابطه بین پیچیدگی گزارشگری مالی و دسترسی به اعتبارات بانکی.
۷. بررسی تاثیر گزارشگری یکپارچه بر رابطه بین پیچیدگی صورت‌های مالی و جذب سرمایه‌گذاران خارجی.
۸. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، از شاخص تعداد صفحات به‌عنوان تنها معیار پیچیدگی استفاده نشود؛ چراکه نتایج این پژوهش نشان داد این شاخص بیشتر بیانگر حجم گزارش‌ها است تا پیچیدگی واقعی صورت‌های مالی.

۴-۸- محدودیت‌های پژوهش

۱. اندازه‌گیری پیچیدگی گزارشگری مالی، به‌ویژه در شاخص فوگ، مبتنی بر تحلیل متون و برداشت پژوهشگر است و در صورت ارائه فهرست‌های استاندارد از مولفه‌های پیچیدگی، نتایج می‌تواند متفاوت باشد.
۲. شاخص حاکمیت شرکتی مورد استفاده در این پژوهش محدود به برخی مولفه‌ها بوده و استفاده از شاخص‌های جایگزین مانند اثربخشی کمیته حسابرسی یا کارایی هیات‌مدیره ممکن است به نتایج متفاوتی منجر شود.
۳. جامعه آماری پژوهش محدود به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ بنابراین، در تعمیم نتایج به سایر شرکت‌ها باید احتیاط لازم صورت گیرد.

تشکر و قدردانی

نویسندگان از تمامی افراد مؤثر در انجام این پژوهش قدردانی می‌نمایند.

منابع مالی

این پژوهش بدون حمایت مالی انجام شده است.

تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع گزارشی نشده است.

منابع

- [1] Hossain, A., Bose, S., & Shamsuddin, A. (2025). Do integrated report readability and tone convey value relevant information? *International evidence. Journal of contemporary accounting & economics*, 21(3), 100488. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2025.100488>
- [2] Hong, N. T. H., Anh, N. T., Hoang, N. T. V., & Minh, D. N. (2023). Corporate governance, external financing, and earnings management: New evidence from an emerging market. *Future business journal*, 9(1), 1-22. <https://doi.org/10.1186/s43093-023-00206-3>
- [3] Chakraborty, I., Leone, A. J., Minutti-Meza, M., & Phillips, M. A. (2022). Financial statement complexity and bank lending. *The accounting review*, 97(3), 155-178. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0411>

- [4] Doku, J. N., Ametorwobla, G. K., Boadi, I., & Adzoh, F. A. (2022). Corporate governance characteristics and financing decisions of listed firms in Ghana. *Journal of comparative international management*, 25(2), 194–220. <https://doi.org/10.55482/jcim.2022.33292>
- [5] Tut, D. (2024). External financing, corporate governance and the value of cash holdings. *International review of economics & finance*, 91, 156–179. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.01.008>
- [6] Hassan, M. K., Abu Abbas, B., & Garas, S. N. (2019). Readability, governance and performance: A test of the obfuscation hypothesis in Qatari listed firms. *Corporate governance: The international journal of business in society*, 19(2), 270–298. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2018-0182>
- [7] Shahmohammadzadeh, A. (2025). *The relationship between the complexity of financial statements and the volume of bank facilities* [Thesis]. (In Persian). <https://ganj.irandoc.ac.ir/#/articles/9eed1b83ff0a10a8a9360ea7fbbd1fee>
- [8] Etebar, Sh., Jannat-Mekan, H., & Tamradi, A. (2024). The moderating role of board diversity and financial reporting complexity in the relationship between management overconfidence in debt financing decisions in the Iranian capital market. *Financial and behavioral research in accounting*, 4(3), 117-135. (In Persian). <https://doi.org/10.30486/FBRA.1403.1190974>
- [9] Mahdavi, R., Azinfar, K., Dadashi, I., & Barzegar, Q. (2022). Investigating the effect of financial report readability on financing policy with emphasis on the role of corporate governance in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Capital market analysis quarterly*, 2(3), 78-111. (In Persian). https://journals.iau.ir/article_698356.html
- [10] Arab, R., & Panahi Arvanagh, S. (2021). Investigating the impact of corporate governance on the readability of financial reporting. *The 6th international conference on management, accounting, economics and social sciences*, Hamedan, Iran. Civilica. (In Persian). <https://civilica.com/doc/1434036/>
- [11] Norouzi, M., Azinfar, K., Abbasi, E., & Dadashi, I. (2021). Investigating the moderating role of corporate governance on the relationship between financial reporting readability and agency costs. *Financial management strategy*, 9(33), 201-233. (In Persian). <https://qreference.ir/content/3480/fa>
- [12] Khoshkar, Farzin Khodarahmi, A., & Arham-Namazi, F.-S. (2020). The effect of corporate governance mechanisms on the complexity of accounting information. *Quarterly journal of accounting and management perspectives*, 3(36), 138-154. (In Persian). <https://www.noormags.ir/view/fa/magazine/>
- [13] Ghanizadeh, H., Alipour, S., & Shahvalizadeh, A. (2019). Investigating the effect of ownership structure on the cost of debt financing in companies listed on the Tehran stock exchange. *The fourth national conference on management, accounting and economics with an emphasis on regional and global marketing*, Tehran, Iran. Civilica. (In Persian). <https://civilica.com/doc/915172/>
- [14] Majidi, M. (2013). *Investigating the impact of corporate governance on the financing of companies listed on the Tehran Stock Exchange in the cement and metals industry (through bank debt and share issuance, considering financial risk and total return as factors affecting financing methods)* [Thesis]. (In Persian). https://elmnet.ir/doc/10925932-89356?elm_num=1
- [15] Aflatuni, A., Zolaghi, H., & Kamerei, H. (2016). The effect of accounting conservatism on the amount of financing from banks and financial institutions in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting knowledge journal*, 7(26), 151-170. (In Persian). https://jak.uk.ac.ir/article_1537.html
- [16] Ramezan Ahmadi, M., Vaez, S. A., Arman, S. A., & Dorseh, S. S. (2022). The effect of auditor style on the relationship between financial reporting readability and stock price informativeness. *The Iranian accounting and auditing review*, 29(108), 311-338. (In Persian). <https://www.magiran.com/paper/2482569>