
Efectul guvernantei corporative și al calității angajamen- telor asupra numerarului corporativ deținut: studiu al companiilor producătoare listate la Bursa de Valori din Indonezia

Anggita Langgeng WIJAYA,
PDIE Student of Universitas Sebelas Maret,
Faculty of Economics and Business,
Universitas PGRI Madiun, Kota Madiun,
Indonesia, E-mail: Gonggeng14@gmail.com

BANDI,
Faculty of Economics and Business,
Universitas Sebelas Maret,
Kota Surakarta, Indonesia,
E-mail: bandi.ssm@gmail.com

Rezumat

Obiectivul acestei cercetări a fost acela de a analiza efectul guvernantei corporative și al calității angajamentelor asupra numerarului deținut. Cercetarea a fost derulată la companii producătoare listate la Bursa de Valori din Indonezia din 2009 până în 2010. Studiul se bazează pe populația din cadrul companiilor producătoare listate la Bursa de Valori din Indonezia. Eșantioanele analizate constau în 143 de companii alese utilizând metoda de eșantionare justificată. Ipoteza studiului a fost testată folosind regresii lineare multiple. Rezultatele analizei au arătat că: guvernanta corporativă afectează pozitiv numerarul corporativ deținut; calitatea angajamentelor afectează negativ numerarul corporativ deținut.

Cuvinte-cheie: Guvernanta corporativă, calitatea angajamentelor, numerar deținut, companie producătoare.

Clasificare JEL: G34, M40

Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Wijaya, A. L., Bandi (2018), The effect of corporate governance and accruals quality on the corporate cash holdings: study on the manufacturing companies in Indonesian Stock Exchange, *Audit Financiar*, vol. XVI, no. 3(151)/2018, pp. 415-424, DOI: 10.20869/AUDITF/2018/151/021

Link permanent către acest document:

<http://dx.doi.org/10.20869/AUDITF/2018/151/021>

Data primirii articolului: 13.04.2018

Data revizuirii: 05.05.2018

Data acceptării: 16.07.2018

Introducere

Obiectivul acestei cercetări a fost acela de a analiza efectul guvernantei corporative și al calității angajamentelor asupra numerarului deținut al companiilor producătoare listate la Bursa de Valori din Indonezia pe durata anilor 2009-2010. Ginglinger și Saddour (2007) au precizat că determinarea ratei numerarului deținut este una dintre cele mai importante decizii financiare ale unui manager financiar. Ferreira și Vilela (2004) au precizat că până la finalul anului 2000, cele mai multe companii ale Uniunii Europene au avut în medie 14,8% numerar și echivalente de numerar în totalul activelor companiei. Duchin (2010) a explicat că în America companiile au trecut printr-o creștere semnificativă privind rata numerarului în comparație cu totalul activelor companiei. Datele pe perioada 1990 - 2006 au demonstrat că, companiile din Statele Unite cu afaceri diversificate au o medie a numerarului deținut de 11,9%, în timp ce companiile cu un singur obiect de activitate dețin mai mult de 20,9% din activele companiei în numerar (Duchin, 2010).

Couderc (2005) a precizat că numerarul corporativ are legătură cu eforturile companiei de a diminua costul extern al finanțării. Compania are numerar mare în speranța că investițiile pot fi finanțate din sursele interne de finanțare, iar dacă lipsesc sursele interne se folosește finanțarea externă. Potrivit lui Couderc (2005), managerii beneficiază de un stimulente pentru a crește fluxul de numerar al companiei. Acest lucru se întâmplă deoarece numerarul este bunul cel mai controlabil de către manageri. Managerii dețin numerar pentru a evita necazurile financiare în viitor, pentru a investi atunci când cresc constrângerile financiare și pentru a reduce costurile apărute pentru a obține finanțare externă și pentru a finanța proiecte care se potrivesc intereselor managerilor.

Conform lui Soddour (2006), pe piețele de capital perfecte, deținerea de sume mari de numerar este nerelevantă. Acest lucru se întâmplă deoarece companiile vor intra pe piață cu ușurință și, de asemenea, vor obține ușor fonduri pentru finanțarea investițiilor lor. Totuși, în realitate, multe studii au demonstrat că multe companii consideră numerarul deținut un lucru important care trebuie menținut la nivelul optim pentru a finanța diverse activități corporatiste. Ditmar ș.a. (2003) au explicat că implementarea guvernantei corporative în cadrul companiei este unul dintre factorii care afectează numerarul corporativ deținut. Acest lucru a fost atribuit problemelor privind agenția și protecției drepturilor părților interesate. Ditmar

ș.a. (2003) au precizat că dacă protecția drepturilor părților interesate este slabă, atunci compania va avea tendința să dețină numerar mare pentru a plăti taxe mari de agenție. Conform Couderc (2005), cercetarea privind numerarul deținut a fost considerată ca fiind încă insuficientă pentru a motiva posesia de către companie de sume mari de bani și deci, este necesar să se studieze factorii care afectează numerarul corporativ deținut.

Teruel ș.a. (2009) au menționat că unul dintre factorii ce afectează numerarul corporativ este calitatea angajamentelor ca o reprezentare a calității situațiilor financiare. Calitatea angajamentelor afectează negativ asimetria informațională. În cazul în care calitatea angajamentelor este mare, atunci asimetria informațională este mică. Dacă asimetria informațională este scăzută, atunci compania obține mai ușor acces la finanțarea externă, certitudinea riscurilor afacerilor companiei este mai previzibilă și, prin urmare, compania poate deține puțin numerar. Dechow și Dichev (2002) au explicat faptul că angajamentele de calitate reprezintă o descriere a realizării fluxurilor de numerar corporative în cazul în care nivelul scăzut de armonizare indică o calitate scăzută a angajamentelor. Calitatea scăzută a angajamentelor a produs incertitudini atât interne, cât și externe, care au determinat compania să dețină sume mari de numerar în comparație cu situația normală. Mokhtari ș.a. (2012) au menționat faptul că, raportul financiar oferă o prezentare generală a capacității companiei de a genera fluxuri de numerar prezente și viitoare. În cazul în care calitatea angajamentelor prezentată în situațiile financiare este scăzută, atunci utilizatorii situațiilor financiare nu pot măsura riscul afacerilor companiei în viitor. Acest lucru determină compania să dețină sume mari de numerar în caz de o nesiguranță viitoare.

Chalaki ș.a. (2012) au derulat un studiu cu privire la efectul guvernantei corporative asupra calității situațiilor financiare în Iran pe o perioadă de cercetare cuprinzând perioada 2003-2011. Chalaki ș.a. (2012) au susținut faptul că scandalul financiar care a condus la falimentul companiilor, a condus, de asemenea, la apariția în SUA a documentului legal Sarbanes-Oxley, care a implicat în mare măsură implementarea guvernantei corporative. Klai și Omri (2011) au explicat că s-a așteptat ca implementarea guvernantei corporative în cadrul unei companii să îmbunătățească calitatea situațiilor financiare. Modelul de măsurare a calității situațiilor financiare a fost prezentat în cercetarea întreprinsă de Klai și Omri (2011), iar Chalaki ș.a. (2012) au utilizat o abordare bazată pe calitatea angajamentelor.

Problema cercetării a fost motivată de diferența dintre rezultatele cercetării și testarea modelului de guvernanta corporativă, calitatea angajamentelor și numerarul deținut de companiile incluse în cercetările anterioare. Studiul care a analizat efectul guvernantei corporative asupra numerarului deținut de companii a oferit rezultate neconcludente. Cercetarea derulată de către Kusnadi (2006), Ammann ș.a. (2011) a indicat o influență negativă a guvernantei corporative și a numerarului deținut de companii. Un alt studiu a fost derulat de către Harford ș.a. (2008), care afirmă faptul că efectul guvernantei corporative asupra numerarului corporativ deținut este pozitiv. O altă cercetare derulată de Ginglinger și Saddour (2007) a demonstrat faptul că în companiile fără dificultăți financiare nu există vreun efect între guvernanta corporativă și numerarul deținut de companii. De asemenea, Valipour ș.a. (2012) nu au descoperit un efect semnificativ al guvernantei corporative și al numerarului deținut de o companie. Cercetările anterioare care au analizat efectul calității angajamentelor și al numerarului companiilor au oferit rezultate neconcludente. Teruel ș.a. (2009) au descoperit un impact negativ al calității angajamentelor asupra numerarului corporativ deținut. Mokhtari ș.a. (2012) au precizat faptul că testarea calității angajamentelor cu reprezentarea angajamentelor discreționare nu afectează în mod semnificativ numerarul corporativ deținut, în timp ce angajamentele non-discreționare utilizate s-au dovedit a avea efect semnificativ asupra numerarului deținut.

1. Analiza literaturii de specialitate și dezvoltarea ipotezelor

1.1. Analiza literaturii de specialitate

Mokhtari ș.a. (2012) au menționat că numerarul deținut reprezintă o componentă importantă pentru fiecare bilanț contabil al companiilor. Există trei teorii care încearcă să explice decizia de a deține numerar corporativ. Cea dintâi, „Teoria compensării” [en. “Trade-off Theory” (TOT)], a explicat faptul că motivul deținerii de numerar reprezintă compensarea dintre cost și profitul marginal rezultat din numerarul deținut. Avantajele deținerii de numerar includ: prevenirea apariției necazurilor financiare în cadrul unei companii, acuratețea politicilor investiționale, în special în cazul dificultăților financiare, diminuarea costurilor cu privire la găsirea de noi surse externe de finanțare, precum și prevenirea lichidării

activelor unei companii. Costul numerarului deținut reprezintă costul de oportunitate care rezultă din alegerea de a investi în lichidități. Cea de-a doua teorie este numită „Pecking Order Theory” (POT) – Teoria ierarhizării. Această teorie a explicat faptul că pentru a diminua costul asimetriei informaționale, precum și alte costuri de finanțare, compania trebuie mai întâi să își finanțeze investițiile din rezerva contabilă, să emită o creanță garantată, o creanță riscantă, iar apoi capital propriu. Această teorie a explicat faptul că o companie nu trebuie să aibă un obiectiv privind numerarul deținut, dar trebuie să păstreze un echilibru între rezerva contabilă și nevoile investiționale. A treia teorie este cea a fluxului liber de numerar [en. „Free Cash Flow” (FCF)], prezentată de Jensen (1986). Această teorie a precizat faptul că managerii au un stimulent pentru a crea numerarul și a spori valoarea activelor în controlul managementului pentru a obține libertate în derularea investițiilor. Numerarul deținut a redus presiunea asupra managerilor în privința realizării celor mai bune investiții conform nevoilor părților interesate (Ferreira și Vilela, 2004).

Tsai (2012) a precizat că principala idee a guvernantei corporative este aceea de a garanta responsabilitatea și a se asigura că indivizii din cadrul organizației urmează mecanismele care încearcă să elimine practicile necinstite din sistemul companiilor. Tsai (2012) a explicat faptul că guvernanta corporativă este strâns legată de aspectele privind transparența. Eficacitatea implementării guvernantei corporative în cadrul unei companii poate fi evaluată prin intermediul calității situațiilor financiare ale respectivei companii.

Ditmar ș.a. (2003) au descris un proces care este strâns legat de teoria agenției, acesta fiind guvernanta corporativă. Klai și Omri (2011) au prezentat apariția scandalurilor financiare majore de la începutul anilor 2000, precum cazurile Enron, Parmalat, Worldcom, care au deschis ochii multor părți interesate cu privire la fragilitatea sistemului de protecție al drepturilor părților interesate. Chalaki ș.a. (2012) au menționat că apariția în Statele Unite a documentului legal Sarbanes-Oxley a determinat diverse reguli cu privire la protecția intereselor părților interesate. Conform Chalaki ș.a. (2012), guvernanta corporativă reprezintă un set de procese de reglementare care apare pentru ca drepturile părților interesate, ca proprietari ai companiei, să rămână protejate corespunzător.

Valipour ș.a. (2012) au derulat o cercetare despre efectul guvernantei corporative asupra numerarului deținut de companiile iraniene. Rezultatele cercetării au

indicat faptul că proprietatea instituțională și consiliul director independent, ca mecanism de guvernare corporativă în Iran, nu au efect semnificativ asupra politicii privind numerarul corporativ deținut. Denis și Silbilkov (2010) au derulat studiul privind dificultățile financiare, investițiile și valoarea numerarului deținut de companii. Rezultatul cercetării a dezvăluit faptul că, companiile care trec prin dificultăți financiare vor deține numerar în cantități mici din cauza unui flux de numerar mic. Duchin (2010) a derulat o cercetare cu privire la numerarul corporativ deținut în corelare cu diversificarea diviziilor unei companii. Acest studiu a arătat că în cazul companiilor cu divizii diversificate, numerarul deținut este mai mic decât în cazul firmelor care nu au divizii diversificate. De asemenea, Duchin (2010) a menționat faptul că există o corelare între dificultățile financiare în privința guvernării corporative și legătura acestora cu oportunitățile investiționale, atunci când sunt corelate cu diversificarea companiei și cu numerarul deținut.

Soltani și Ravanmehr (2011) au realizat un studiu cu privire la guvernarea corporativă în corelare cu numerarul deținut de companie și valoarea corporativă. Rezultatul cercetării a arătat că administratorii independenți, ca o componentă a guvernării corporative, afectează puternic valoarea companiei. Numerarul deținut are efect negativ asupra valorii. Companiile care au numerar prea mare au răspuns negativ pe o piață care consideră sumele mari de numerar ca fiind active mai puțin productive. Rezultatul cercetării a arătat, de asemenea, că o companie cu o datorie mică pe termen lung are o valoare corporativă mai mare. Rezultatele cercetării derulate de Toledo și Bocatto (2013) au demonstrat că evaluarea investitorilor cu privire la numerarul corporativ deținut a fost influențată de sistemul de guvernare corporativă din cadrul companiei.

Klai și Omri (2012) au afirmat faptul că îmbunătățirea calității situațiilor financiare reprezintă una dintre solicitări după apariția scandalurilor financiare de la începutul anilor 2000. S-a așteptat ca situațiile financiare calificate să aducă informații contabile mai potrivite și mai utile pentru deciziile luate de utilizatorii situațiilor financiare privind afacerile. Verdi (2006) a afirmat că se poate vedea calitatea situațiilor financiare din calitatea angajamentelor unei companii. Calitatea situațiilor financiare ale unei companii poate îmbunătăți eficiența investițiilor companiei prin intermediul eforturilor de a reduce asimetria informațională. Calitatea rapoartelor financiare va reduce asimetria informațională dintre firme și investitori, va diminua costurile selecției adverse

și va scădea costurile finanțării corporative. În plus, calitatea rapoartelor financiare va reduce asimetria informațională dintre investitori și manageri, va diminua conflictul privind agenția, va scădea costurile de supervizare ale managerilor și va îmbunătăți selecția proiectelor.

Doyle ș.a. (2007) au afirmat că există două motive pentru care calitatea angajamentelor unei companii să fie mică; în primul rând, managementul raportează în mod deliberat angajamente incorecte datorate măsurilor conducerii privind câștigurile; în al doilea rând, greșelile accidentale din procesul decizional al angajamentelor generate de dificultăți în înregistrări sau dificultăți în precizarea evenimentelor viitoare sau, pur și simplu, din cauza controalelor slabe care produc erori în raportarea datelor.

Conform Dechow și Dichev (2002) calitatea angajamentelor nu se limitează doar la managerii corporativi oportuniști, ci și la faptul că aceasta este dificil de determinat, ca în cazurile companiilor cu caracteristici speciale. Calitatea angajamentelor a fost atribuită fluxului de numerar al companiei. În general, calitatea angajamentelor va fi scăzută pentru companiile cu anumite caracteristici, precum cele cu pierderi mari, fluxuri de numerar și vânzări fluctuante, active totale puține și activități operaționale mai lungi ale companiilor.

1.2. Dezvoltarea ipotezelor

Tsai (2012) a afirmat că guvernarea corporativă este un mecanism corelat cu existența problemelor agenției în cadrul companiei. Borhanuddin și Ching (2011) au explicat faptul că mecanismele interne și externe ale guvernării corporative au fost create cu intenția indivizilor dintr-o companie de a menține lucrul în acord cu obiectivele proprietarului companiei. Harford ș.a. (2008) au afirmat că guvernarea corporativă reprezintă unul dintre factorii care afectează politicile de numerar corporativ. Un studiu întreprins de Harford ș.a. (2008) în companii din Statele Unite a identificat un efect pozitiv între guvernarea corporativă și numerarul corporativ deținut. Guvernarea corporativă din acest studiu a fost măsurată prin intermediul indicatorului de guvernare corporativă. Firmele cu structuri slabe de guvernare corporativă au rezerve mai mici de numerar în comparație cu firmele cu structuri puternice de guvernare corporativă. Harford ș.a. (2008) au explicat că rezultatele cercetării sunt în contradicție cu cercetarea anterioară bazată pe un eșantion de întreprinderi interstatale, care au identificat o corelare

negativă între guvernanta corporativă și numerarul deținut.

Tsai (2012) a derulat o cercetare privind guvernanta corporativă și deținerile de numerar în companii afiliate Bursei de Valori din Taiwan pentru perioada anilor 2005-2009. În teorie, această cercetare a explicat faptul că transparența și prezentarea informațiilor reprezintă aspecte importante ale mecanismului de guvernanta corporativă. O bună guvernanta corporativă poate limita apariția costurilor de agenție ridicate, astfel încât companiile să poată deține sume mici de numerar. Chen (2008) a realizat o cercetare privind efectul guvernantei corporative asupra numerarului deținut de companii luând în considerare oportunitățile investiționale și tipurile de companii clasificate în formă economică nouă și formă economică veche. Rezultatele cercetării au arătat faptul că mecanismele guvernantei corporative sunt capabile să reducă problemele de agenție legate de numerarul deținut de companii pentru companii de tipul celor cu formă economică veche. În companiile de tip economic nou, influența guvernantei corporative asupra numerarului deținut este pozitivă, deoarece companiile sunt mai axate pe pierderile potențiale ale anulării investițiilor decât pe problema agenției a fluxului de numerar.

Kusnaldi (2006) a realizat un studiu privind guvernanta corporativă și mecanismele de numerar deținut ale companiilor listate la Bursele de Valori din Malaezia și Singapore. Acest studiu a utilizat un eșantion de 445 companii pe perioada anilor 1999-2000. Rezultatele studiului au indicat faptul că mecanismele interne ale guvernantei corporative, sub forma caracteristicilor consiliului director și a proprietății concentrate, reprezintă factori importanți care afectează numerarul deținut. Rezultatele studiului au arătat că, companiile cu guvernanta corporativă slabă vor deține sume mai mari de numerar în comparație cu cele cu guvernanta corporativă puternică. Efectul guvernantei corporative asupra numerarului deținut este negativ.

Cercetarea privind efectul guvernantei corporative asupra numerarului deținut a oferit rezultate neconcludente. Kusnaldi (2006) a indicat un efect negativ al guvernantei corporative și al numerarului deținut. Harford ș.a. (2008) au menționat o influență pozitivă a guvernantei corporative și a numerarului deținut. Valipour ș.a. (2012) au precizat că guvernanta corporativă nu este un factor dominant care afectează politicile corporative de numerar, ci numerarul este în mod dominant afectat de caracteristicile companiei.

În acest studiu, cercetătorii au formulat ipoteza de cercetare pe baza rezultatelor cercetării realizate de Harford ș.a. (2008). Cercetătorii au suspectat faptul că efectul guvernantei corporative și al numerarului deținut este pozitiv pentru companiile din eșantionul indonezian. Acest lucru este posibil deoarece piața de capital din Indonezia a fost inclusă în categoria piețelor în dezvoltare unde poate exista un nivel ridicat al asimetriei informaționale. Conform Ozkan și Ozkan (2004), nivelurile ridicate ale asimetriei informaționale vor duce la costuri externe de finanțare mari, prin urmare, companiile vor deține sume mari de numerar. Ditmar ș.a. (2003) au realizat o cercetare interstatală legată de efectul guvernantei corporative și al numerarului deținut. Ditmar ș.a. (2003) au clasificat Indonezia drept o țară cu un nivel scăzut al protecției drepturilor părților interesate. Conform Ditmar ș.a. (2003), într-o țară cu protecție slabă a părților interesate, compania are tendința să dețină sume mari de numerar datorită dorinței companiei de a obține o sursă facilă de finanțare.

Pe baza celor de mai sus, ipoteza acestei cercetări este următoarea:

H1: Guvernanta corporativă afectează pozitiv numerarul corporativ deținut.

Gray ș.a. (2008) au menționat faptul că unele studii au încercat să lege calitatea situațiilor financiare și calitatea angajamentelor de riscul informațional. Riscul informațional reprezintă un risc ce nu poate fi diversificat. Riscul informațional a sporit asimetria informațională care a generat situația ca unii investitori să aibă mai multe informații în comparație cu alți investitori. Profitul a reprezentat potențialele fluxuri de numerar viitoare. Cu cât este mai ridicată calitatea angajamentelor, cu atât mai bine va fi descrisă corelarea dintre profit și fluxul de numerar, care are impact asupra riscului informațional mic și deci, costul de capital scade. Teruel ș.a. (2009) au precizat că o calitate bună a angajamentelor descrește nivelul asimetriei informaționale și deci, costurile de agenție pot fi reduse, fapt ce afectează deținerea de către companie de numerar puțin.

Verdi (2006) a prezentat teoria agenției din punct de vedere al asimetriei informaționale prin corelarea calității situațiilor financiare cu asimetria informațională. Acest studiu a susținut ideea calității situațiilor financiare ce poate îmbunătăți eficiența investițiilor în cadrul companiei pe două căi: 1) calitatea situațiilor financiare care reduce nivelul asimetriei informaționale dintre firme și investitori și care diminuează costul emiterii de capital nou, 2) calitatea situațiilor financiare care reduce nivelul

asimetriei informaționale dintre manageri și deci, reduce costurile de supervizare pentru manageri și îmbunătățește selecția de proiecte.

Calitatea angajamentelor, conform Dechow și Dichev (2002), este legată de abilitatea de a calcula fluxul de numerar al unei companii. Calitatea angajamentelor este utilă pentru prezicerea viitoarelor fluxuri de numerar ale companiei, și este folosită pentru a determina riscul de afaceri al unei companii. Mokhtari ș.a. (2012) au afirmat că o calitate slabă a angajamentelor produce un risc mai mare al afacerilor pentru investitori, din cauza aspectelor privind nesiguranța mare din viitor. Această situație apare atunci când companiile au o calitate slabă a angajamentelor, iar companiile urmăresc să aibă numerar în cantități mari pentru a depăși aceste incertitudini. Teruel ș.a. (2009) au indicat faptul că o companie cu o calitate slabă a angajamentelor va avea numerar mai mult, în comparație cu o companie cu o calitate bună a angajamentelor. Calitatea angajamentelor conține informații despre fluxul de numerar așteptat adus la cunoștința părților interesate. O bună calitate a angajamentelor va avea impact asupra raportării veniturilor, ceea ce descrie mai bine fluxul de numerar viitor și deci, valoarea numerarului din bilanțul contabil poate fi redusă. Companiile cu o calitate bună a angajamentelor vor reduce valoarea numerarului pentru a diminua valoarea activelor curente care nu sunt productive în cadrul bilanțului contabil al companiilor (Teruel ș.a., 2009).

Pe baza celor prezentate anterior, ipoteza cercetării a fost formulată astfel:

H2: Calitatea angajamentelor afectează în mod negativ numerarul corporativ deținut.

2. Metodele de cercetare

Populația analizată în acest studiu aparține companiilor producătoare listate la Bursa de Valori din Indonezia. Cercetarea a utilizat date secundare din situațiile financiare ale companiilor producătoare pe perioada anilor 2009-2010. Analiza datelor a folosit regresia lineară multiplă. Prima variabilă independentă este reprezentată de guvernanta corporativă. Guvernanta corporativă a fost măsurată utilizând indicatorul de guvernanta corporativă, la care se face referire în studiile lui Sunhilde și Hajnalka (2009), Bekiris și Doukakis (2011), Bhuiyan ș.a. (2013), Strydom ș.a. (2009). Indicatorul de guvernanta corporativă este alcătuit din componentele: situații conexe guvernantei corporative (3 elemente), informații care au legătură cu structura proprietății

(4 elemente), relațiile investitorilor (7 elemente), transparența financiară (4 elemente), informații legate de administratorul companiei (13 elemente), rolul acționarilor în cadrul guvernantei corporative (6 elemente), remunerație (6 elemente) și audit (8 elemente). În calcularea indicatorului guvernantei corporative sunt incluse 50 de elemente în situație. Atunci când indicatorul este atins, un scor de 1 este acordat, iar în caz contrar, valoarea este 0. Indicatorul măsoară practicile de bună guvernanta corporativă din cadrul companiei. Indicatorul guvernantei corporative [en. corporate governance index (ICG)] este dat de următoarea formulă:

$$ICG = \frac{\text{Scorul indicatorului CG al companiei}}{\text{Total indicator CG}}$$

A doua variabilă independentă constă în calitatea angajamentelor. Calitatea angajamentelor a fost măsurată prin intermediul abordării bazate pe fluxul de angajamente-numerar, prezentată de McNichols (2002). Calitatea angajamentelor a fost calculată prin următoarea formulă:

$$WCA = \alpha + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \beta_4 \Delta REV + \beta_5 PPE + e$$

Unde:

- WCA = Working Current Accrual (angajament current de lucru)
 = Δ current assets (active curente) – Δ current debt (datorie curentă) – Δ cash and cash equivalents (numerar și echivalente de numerar),
 CFO_{t-1} = Operating cash flow year t-1 (anul t-1 al fluxului de numerar operațional)
 CFO_t = Operating cash flow year t (anul t al fluxului de numerar operațional)
 CFO_{t+1} = Operating cash flow year t+1 (anul t+1 al fluxului de numerar operațional)
 Δ REV = Revenue changes (modificarea veniturilor)
 PPE = Company fixed assets (active corporale ale companiei)

Variabila dependentă este reprezentată de numerarul deținut. Conform Teruel ș.a. (2009), numerarul deținut constă în coeficienții financiari care compară valoarea numerarului companiei cu valoarea activelor companiei fără numerar. Numerarul deținut este calculat cu formula:

$$\text{Numerar deținut} = \frac{\text{Numerar} + \text{echivalent numerar}}{\text{Total active} - \text{numerar}}$$

Cercetarea a utilizat efectul de pârghie și dimensiunea companiei ca variabile de control. Efectul de pârghie și dimensiunea companiei au fost prevăzute ca factori care afectează numerarul corporativ deținut. Efectul de pârghie a fost măsurat prin datoria totală împărțită la activele totale ale companiei, iar dimensiunea companiei a fost măsurată prin registrul natural total al activelor companiei.

2.3. Testarea ipotezei

Ecuția regresiei a fost utilizată după cum urmează:

$$\text{CASH}_{t+1} = \alpha + \beta 1 \text{ ICG}_t + \beta 2 \text{ AQ}_t + \beta 3 \text{ LEV}_t + \beta 4 \text{ LNSIZE}_t + e$$

Unde:

CASH_{t+1} = Cash holdings year t + 1, (anul t+1 al numerarului deținut)

- ICG_t = Index corporate governance year t, (anul t al indicatorului guvernantei corporative)
- AQ_t = Accruals quality year t, (anul t al calității angajamentelor)
- LEV_t = Leverage year t, (anul t al efectului de pârghie)
- LNSIZE_t = Natural log of company size year t, (anul t al registrului natural privind dimensiunea companiei)
- $\beta 1 - \beta 4$ = Regression coefficient, (coeficientul regresiei)
- e = Error (eroare)

3. Analiză și discuții

3.1 Rezultatele colectării datelor

Tabelul nr. 1 prezintă rezultatele selecției eșantionului de studiu.

Tabelul nr. 1. Rezultatele eșantionării

Criterii privind eșantionul	Valoare
Companii producătoare listate la Bursa de Valori din Indonezia	137
O companie producătoare care publică rapoarte anuale pe perioada 2009-2010	98
Număr de observații pe perioada 2009-2010	196
Date necalificate (valoare atipică)	53
Număr de eșantioane	143

Sursa: Rezultatele colectării datelor

Din **Tabelul nr. 1** se cunoaște că numărul eșantioanelor pe perioada 2009 - 2010 constă în 196 companii. Cercetătorul a testat valori atipice cu scopul de a obține date cu distribuție normală. Rezultatele testării valorilor atipice au arătat că există 53 de date de valoare atipică care trebuie excluse din analiză. Numărul de eșantioane a fost de 143 companii pe perioada anilor 2009-2010.

3.2. Statistică descriptivă

Tabelul nr. 2 prezintă rezultatele testului de statistică descriptivă și testul corelării fiecărei variabile de cercetare.

Tabelul nr. 2 prezintă variabilele indicatorului de guvernare corporativă care au o valoare minimă de 0,40 și o valoare maximă de 0,88. Valoarea medie a indicatorului guvernantei corporative este 0,67 cu o variație standard de 0,10. Variabila privind calitatea

angajamentelor are o valoare minimă de -0,07 cu o valoare maximă de 1,46. Valoarea medie a calității angajamentelor companiei este 0,66 cu o variație standard de 0,21. Variabila efectului de pârghie are o valoare minimă de 0,07 cu o valoare maximă de 0,95. Valoarea medie a efectului de pârghie este 0,48 cu variația standard de 0,19. Variabila privind dimensiunea firmei are o valoare minimă de 24,97 cu o valoare maximă de 32,36. Valoarea medie pentru dimensiunea firmei este 27,90 cu o variație standard de 1,47. Variabila numerarului deținut are o valoare minimă de 0,00 cu o valoare maximă de 0,61. Valoarea medie a numerarului deținut este 0,10 cu o variație standard de 0,12. Datele utilizate în acest studiu au trecut de testul clasic bazat pe ipoteze care includ testul normalității datelor, testul autocorelării, testul multicolinearității și testul heteroschedasticității.

Tabelul nr. 2. Statistică descriptivă

Variabile	N	Minim	Maxim	Medie	Variație Standard
ICG - indicator guvernanta corporativă	143	0,40	0,88	0,67	0,10
AQ - calitatea angajamentelor	143	-0,07	1,46	0,66	0,21
LEV - efectul de pârghie	143	0,07	0,95	0,48	0,19
LNSIZE - registrul natural al dimensiunii	143	24,97	32,36	27,90	1,47
CASH - numerar	143	0,00	0,61	0,10	0,12

Sursa: Rezultatele procesării datelor

3.3. Testarea ipotezei

Testarea ipotezei a folosit regresii lineare multiple.

Rezultatele testării din fiecare ipoteză sunt prezentate în Tabelul nr. 3.

Tabelul nr. 3. Testare ipoteze de cercetare

$$\text{Ecuatie: } \text{CASH}_{t+1} = \alpha + \beta_1 \text{ICG}_t + \beta_2 \text{AQ}_t + \beta_3 \text{LEV}_t + \beta_4 \text{LNSIZE}_t + e$$

Descriere	Coefficient	Valoare p
Constante	-0,108	0,530
ICG - indicator guvernanta corporativă	0,234	0,023
AQ - calitatea angajamentelor	-0,102	0,019
LEV - efectul de pârghie	-0,259	0,000
LNSIZE - registrul natural al dimensiunii	0,009	0,195
Valoare F	7,862	0,000
R ² ajustat	0,263	

Sursa: Rezultatele procesării datelor

Tabelul nr. 3 a demonstrat faptul că, coeficientul determinării prezintă valoarea lui R² de 0,263. Acest lucru înseamnă că 26,3% din modificările variațiilor din variabila numerarului deținut de companie poate fi explicat de guvernanta corporativă, de calitatea angajamentelor companiei, de efectul de pârghie și de dimensiunea firmei. Restul de 73,3% este afectat de alți factori din afara modelului de cercetare. Rezultatul testului F a prezentat o valoare F egală cu 7,862, cu valoarea p de 0,001, deci se poate concluziona că modelul regresiei se potrivește cu datele utilizate.

Obiectivul Ipotezei 1 a analizat efectul guvernantei corporative asupra numerarului deținut de companie. Rezultatele testării regresiei au demonstrat că, coeficientul regresiei a urcat la 0,234 cu valoarea p de 0,023. Testul regresiei oferă un rezultat semnificativ deci, se poate concluziona că guvernanta corporativă are efect pozitiv asupra numerarului corporativ deținut. Ipoteza 1 este susținută. Rezultatele acestui studiu susțin rezultatele cercetării întreprinse de Harford ș.a. (2008), autori care au afirmat că efectul guvernantei corporative asupra numerarului deținut este pozitiv. De asemenea, rezultatele studiului susțin opinia că piața de capital din Indonezia este inclusă în categoria piețelor în dezvoltare unde pot exista niveluri ridicate ale asimetriei

informaționale care au impact asupra costurilor mari ale finanțării externe. Această situație face compania să dețină sume mari de numerar drept sursă facilă de finanțare. Acest rezultat este conform cu cercetarea lui Ditmar ș.a. (2003), autori care au explicat faptul că o companie deține numerar mare pentru a finanța diversele probleme de agenție din cadrul companiei.

Obiectivul Ipotezei 2 a examinat efectul calității angajamentelor asupra numerarului deținut de companie. Rezultatele testării regresiei au prezentat un coeficient al regresiei de -0,102 cu valoarea p de 0,019. Testul regresiei oferă un rezultat semnificativ, deci, se poate concluziona că numerarul corporativ deținut este în mod negativ afectat de calitatea angajamentelor. Ipoteza 2 este susținută. Rezultatele acestui studiu susțin rezultatele cercetării derulate de Teruel ș.a. (2009). Rezultatele studiului au indicat că numerarul deținut de companie este afectat în mod negativ de calitatea angajamentelor. Acest lucru a demonstrat că o calitate bună a angajamentelor poate diminua numerarul corporativ deținut. Rezultatele studiului susțin opinia lui Teruel ș.a. (2009), care au afirmat că o calitate bună a angajamentelor poate diminua nivelul asimetriei informaționale și deci, costurile de agenție pot fi eliminate, ceea ce influențează deținerea de numerar în

sume mai mici în cadrul companiei. O bună calitate a angajamentelor va avea impact asupra raportării veniturilor, ceea ce descrie mai bine fluxul de numerar viitor și deci, valoarea numerarului din bilanțul contabil poate fi redusă. De asemenea, rezultatele studiului susțin opinia lui Verdi (2006) care a afirmat că se poate reduce asimetria informațională prin calitatea situațiilor financiare și, prin urmare, costul emiterii de nou capital va fi mai mic și costul de agenție va fi mai redus.

Testarea variabilelor privind controlul efectului de pârghie a oferit rezultate semnificative. Efectul de pârghie afectează în mod negativ numerarul corporativ deținut. Prin urmare, cu cât este mai mare efectul de pârghie, cu atât mai mic este numerarul deținut de companie. Rezultatele studiului au indicat faptul că efectul de pârghie reprezintă un substitut pentru numerarul companiei. Firmele care sunt capabile să obțină ușor colectări de fonduri vor deține numerar mai mare. Testarea variabilelor de control privind dimensiunea companiei au oferit rezultate ne semnificative, prin urmare, dimensiunea companiei nu afectează numerarul deținut de aceasta.

Concluzii

Obiectivul acestei cercetări a fost acela de a examina efectul guvernantei corporative și al calității angajamentelor asupra numerarului corporativ deținut de companii listate la Bursa de Valori din Indonezia din anul 2009 până în 2010. Pe baza analizei și discuțiilor de mai sus, cercetătorul a concluzionat că guvernanta corporativă are efect pozitiv asupra numerarului deținut de companii. Rezultatele studiului susțin rezultatele cercetării derulate de Harford ș.a. (2008), autori care au

indicat un efect pozitiv al guvernantei corporative asupra numerarului corporativ deținut. Calitatea angajamentelor are efect negativ asupra numerarului corporativ deținut. Rezultatele studiului susțin rezultatele cercetării derulate de Teruel ș.a. (2009) care au indicat un efect negativ al calității angajamentelor asupra numerarului corporativ deținut.

Această cercetare are câteva puncte slabe, precum adoptarea indicatorului de guvernanta corporativă din studiile Sunhilde și Hajnalka (2009), Bekiris și Doukakis (2011). Există puncte indicatoare care conțin multipuncte pentru un indicator și deci, este dificil de calculat indicatorul guvernantei corporative. Această perioadă studiată este relativ scurtă deoarece acoperă doar perioada 2009-2010. Această cercetare este derulată doar pe tipul companiilor producătoare, deci nu poate fi utilizată ca bază pentru a o generaliza tuturor tipurilor de industrii ce figurează la Bursa de Valori din Indonezia.

Se sugerează o cercetare suplimentară pentru a îmbunătăți modelul de măsurare a indicatorului guvernantei corporative utilizat în acest studiu. De asemenea, ar fi necesară o cercetare suplimentară pentru a reexamina acest model de cercetare utilizat pentru alte reprezentări ale guvernantei corporative, precum mecanismele guvernantei corporative (proprietatea managerială, proprietatea instituțională, dimensiunea consiliului director și administratorul independent). O cercetare ulterioară este necesară pentru a lua în calcul condiția companiilor care afectează după câte se spune numerarul deținut de companii, precum dificultățile financiare și conservatorismul contabil.

BIBLIOGRAFIE

1. Ammann, M, David, O. and Markus M. S. (2011), Cash Holdings and Corporate Governance around the World, *Working Paper University of St. Gallen*.
2. Bekiris, F.F. and Doukakis, L.C. (2011), Corporate Governance and Accruals Earnings Management, *Management and Decision Economic*, vol. 32, pp. 439-356.
3. Bhuiyan, M. Borhan, U. Jamal, R. and Murray, C. (2013), Corporate Governance Compliance and Discretionary Accruals: New Zealand Evidence, *Australian Accounting Business & Finance Journal*, vol. 7, issue 2, pp.87-109.
4. Borhanuddin, R.I. and Ching, P.W. (2011), Cash holdings, Leverage, Ownership Concentration and Board Independence: Evidence From Malaysia, *Malaysian Accounting Review*, vol. 10, no. 1, pp. 63-88.
5. Chalaki, P. Hamzeh, D. and Mohadeseh R. (2012), Corporate governance Attributes and Financial Reporting Quality: Empirical Evidence from Iran, *International Journal of Business and Social Science*, vol. 3, no. 15, pp. 223-229.
6. Chen, Y.R. (2008), Corporate Governance and Cash holdings: Listed New Economy Versus Old Economy Firms, *Journal Compilation Blackwell Publishing Ltd*, vol. 16, no. 5, pp. 430-442.
7. Couderc, N. (2005), Corporate Cash Holdings: Financial Determinants and Consequences, available on line at <http://www.univ-orleans.fr>, accessed on March 21th, 2010.

8. Dechow, P. M. and Dichev, I.D. (2002), The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors, *The Accounting Review*, vol. 77, issue 4 (October), pp. 35–59.
9. Denis, D.J. and Sibilkov, V. (2010), Financial Constraints, Investment, and The Value of Cash Holdings, *The Review Of Financial Studies*, vol. 23, no. 1, pp. 247-269.
10. Doyle, J.T. Weili, G. and Sarah M. (2007), Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting, *The Accounting Review*, vol.82, issue 5 (October), pp. 1141–1170.
11. Duchin, R. (2010), Cash Holdings and Corporate Diversification, *The Journal Of Finance*, vol. LXV, no. 3, pp. 955-992.
12. Ferreira, M.A. and Vilela, A.S. (2004), Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, *European Financial Management*, vol. 10, no. 2, pp. 295–319.
13. Ginglinger, E. and Saddour, K. (2007), Cash Holdings, Corporate Governance and Financial Constraints, available on line at [http:// www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), accessed on March 21st, 2010.
14. Gray, P. Ping-Sheng, K. and Yen H. T. (2008), Accruals Quality, Information Risk and Cost of Capital: Evidence from Australia, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 36, issue 1 (January), pp. 51–72.
15. Harford, J. Sattar. A. M. and William. F. M. (2008), Corporate Governance and Firm Cash Holdings in U.S, *Journal of Financial Economics*, vol. 87, pp. 535–555.
16. Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, issue 2 (May), pp. 323-329.
17. Jensen, M.C and. Meckling, W.H. (1976), Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, issue 4 (October), pp. 305-360.
18. Klai, N. and Omri. A. (2011), Corporate Governance and Financial Reporting Quality: The Case of Tunisian Firms, *International Business Research*, vol. 4, no. 1, pp. 158-166.
19. McNichols, M.F. (2002), Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors, *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 61-69.
20. Mokhtari, B. Saeid, J.K. and Morteza, M. (2012), The Investigation of the Relationship between Accruals Quality and Corporate Cash Holdings in Firms Listed in Tehran Stock Exchange (TSE), *Journal of Management Research*, vol. 4, no. 3, pp. 120-132.
21. Ozkan, A. and Ozkan, N. 2004. Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies, *Journal of Banking and Finance*. vol. 28 issue 9 (September), pp. 2103–2134.
22. Saddour, K. (2006), The Determinants and The Value of Cash Holdings: Evidence from French firms, available on line at [http:// www.dauphine.fr](http://www.dauphine.fr), accessed on December 1st, 2010.
23. Soltani, A. and Ravanmehr, N. (2011), Corporate Governance, Ownership Concentration, Cash Holdings and Firm Value on The Tehran Stock Exchange, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, vol.3, no. 6, pp. 48-55.
24. Sunhilde, C. and Hajnalka, K. (2009), Corporate Governance - A Transparency Index for The Romanian Listed Companies, *Economic Science Series*, vol. 18, issue 2, pp. 60-66.
25. Strydom, M. Farshid, N. Michael, S. and Madhu, V. (2009), The Effect of Corporate Governance Quality on the Accrual Anomaly, available on line at [http:// www.buseco.monash.edu.au](http://www.buseco.monash.edu.au), accessed on Mach 25th, 2013.
26. Teruel, P.J.G. Pedro, M.S. and Juan, P.S.B. (2009), Accruals Quality and Corporate Cash Holdings, *Journal compilation Accounting and Finance*, vol. 49, issue 1 (March), pp. 95–115.
27. Toledo, E.P. and Bocatto, E. (2013), Quality of Governance and The Market Value of Cash: Evidence From Spain, *The International Journal of Business and Finance Research*, vol. 7, no. 2, pp. 91-104.
28. Tsai, Ching-Chieh. (2012), Cash Holdings and Corporate Governance in Business Group Affiliated Firms, *International Conference on Economics Marketing and Management IPEDR*, vol. 28, pp. 83-87.
29. Valipour, H. Mohammad, M. M. and Mohammad, H. M. (2012), Corporate Governance and Cash Holdings Policies: Evidence From Iran, *American Journal of Scientific Research*, issue 44 (2012), pp. 153-162.
30. Verdi, R. S. (2006), Financial Reporting Quality and Investment Efficiency, available on line at [http:// www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), accessed on June 17th, 2010.