

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *CASH HOLDINGS*
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERCATAT DI BURSA EFEK
INDONESIA**

**Elisabeth Sudarmi
Triasesiarta Nur**

Institut Bisnis Nusantara
Jl. DI Panjaitan Kav. 24 Jakarta 13340
(021) 8564932

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk melihat faktor-faktor yang mempengaruhi *Cash Holding*. Penelitian dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di BEI dengan periode pengamatan 2009 sampai dengan 2014, dengan jumlah observasi sebanyak 495. Dengan menggunakan analisis regresi berganda, dengan analisis data panel; model regresi *Fixed Effect* membuktikan bahwa: Variabel *net working capital* secara parsial memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cash holdings*, namun variabel *growth opportunity*, *leverage* dan *return on total assets* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*. Variabel *independen* secara bersama-sama memiliki nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0.775255, artinya variabel-variabel independen memiliki proporsi pengaruh terhadap *cash holdings* sebesar 77.52% sedangkan sisanya 22.48% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak ada didalam model regresi.

Kata kunci: *Cash holding*, *growth opportunity*, *leverage*, *return on total assets*, data panel.

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Perusahaan adalah sebuah organisasi atau lembaga ekonomi yang didirikan dengan tujuan yang jelas yaitu mendapatkan keuntungan optimal, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan, serta memakmurkan pemilik perusahaan atau pemegang saham (*shareholder*). Seiring makin ketatnya persaingan usaha menuntut perusahaan agar memiliki ketepatan dalam pengelolaan keuangan perusahaan, salah satunya adalah manajemen kas untuk menentukan besarnya persediaan kas yang optimal bagi perusahaan. Ketersediaan kas sangat penting bagi perusahaan terutama dalam membiayai kegiatan operasional suatu perusahaan.

Kas merupakan aktiva yang sangat likuid dan dapat digunakan dengan segera untuk memenuhi kebutuhan dari aktivitas perusahaan. Persediaan kas di tangan (*cash holdings*) merupakan uang tunai yang termasuk dalam kategori aktiva lancar. *Cash holdings* yang optimal merupakan kas yang harus dijaga oleh perusahaan agar tidak mengalami kelebihan atau kekurangan, dan harus disediakan dalam batas jumlah yang telah ditentukan. *Cash holdings* merupakan uang tunai yang diperlukan untuk memenuhi kebutuhan aktivitas operasional sehari-hari, serta dapat pula digunakan untuk beberapa hal, yaitu dibagikan kepada para pemegang saham (*shareholders*) berupa dividen kas, membeli kembali saham saat diperlukan, dan untuk keperluan mendadak lainnya.

Penentuan *cash holdings* yang optimal sangat perlu untuk dilakukan karena kas merupakan elemen modal kerja yang paling diperlukan perusahaan untuk memenuhi kegiatan operasional perusahaan sehari-hari. Dalam rangka optimalisasi kas, perusahaan harus menyusun anggaran sebagai cara

menentukan kas yang dibutuhkan serta menggunakan *excess cash holdings* secara efektif.

Terjadinya *excess cash holdings* seringkali menjadi pertanyaan bagi banyak pihak pengguna laporan keuangan (*stakeholders*). Akan tetapi, selain keuntungan yang diberikan melalui memegang kas dalam jumlah yang besar, terdapat juga sisi negatif memegang terlalu banyak kas (*excess cash*) yakni hilangnya kesempatan perusahaan dalam memperoleh laba karena kas bersifat *idle fund* alias tidak memberikan pendapatan jika hanya disimpan dan tentunya bisa berkurang karena pengaruh dari pengenaan pajak. Sehingga masalah setiap manajer keuangan pada umumnya adalah menjalankan aktivitas bisnisnya secara regular dengan menjaga keseimbangan jumlah kas yang ada (tidak terlalu sedikit, juga tidak terlalu banyak). Oleh sebab itu, semakin pentingnya mengatur jumlah kas yang ideal bagi perusahaan telah menumbuhkan perhatian dari berbagai kalangan baik itu para eksekutif, analis, dan investor terhadap penahanan kas (*cash holdings*).

Tinjauan literatur dalam *cash holdings* dalam suatu perusahaan dapat dikilas balik dari teori Keynes tentang keuntungan perusahaan dalam menahan uang kas yakni biaya transaksi yang lebih rendah dan tidak harus melikuidasi aset guna membiayai kewajiban-kewajiban saat diperlukan. Selain teori Keynes, terdapat pula beberapa literatur-literatur yang berkontribusi dalam teori tentang penahanan kas. Penelitian mengenai *cash holdings* pada perusahaan-perusahaan telah banyak dilakukan sebelumnya.

Menurut penelitian Bates et al. (2009), *cash holdings* pada perusahaan-perusahaan Amerika mengalami kenaikan sejak tahun 1980 sampai dengan 2006. Sedangkan penelitian Datta dan Jia (2012) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Australia, Kanada, Prancis, Amerika Serikat, Inggris, dan Jerman juga mengalami tren kenaikan *cash holdings*, pengecualian terjadi di Jepang yakni tren *cash holdings* justru turun. Melihat hal tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah tren kenaikan *cash holdings* yang terjadi di negara-negara maju, juga terjadi pada negara-negara berkembang, khususnya di Indonesia, yang diprediksi nantinya akan menjadi penguasa ekonomi dunia bersama dengan Brazil, Rusia, India, dan Cina. Ferreira dan Vilela (2004) dan Bates et al.(2009) juga mengadakan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kenaikan *cash holdings*. Hasil penelitian Ferreira dan Vilela (2004) menunjukkan bahwa kebijakan *cash holdings* perusahaan-perusahaan Eropa dipengaruhi oleh variabel *size*, *growth opportunity*, *leverage*, *cash flow*, *net working capital*, industri sigma dan *dummy dividend*.

Penelitian sebelumnya Rebecca Theresia et al.(2013) menunjukkan bahwa kebijakan *cash holdings* perusahaan manufaktur di Indonesia dipengaruhi oleh, *growth opportunity*, *leverage*, *net working capital*, *dividend payment*. Dengan adanya hubungan positif antara *net working capital* dan *cash holdings*. Rebecca menyimpulkan bahwa kegiatan pembiayaan perusahaan adalah kegiatan yang mempengaruhi kebijakan *cash holdings*. Bertolak belakang dengan hasil penelitian Ogundipe et al. (2012) yang menemukan adanya hubungan negatif antara *net working capital* dan *cash holdings*.

Modal kerja bersih merupakan sebuah proksi dari investasi pada aset lancar yang dapat dipakai sebagai substitusi kas perusahaan (Ogundipe et al., 2012) dikarenakan kemudahan untuk mengubahnya ke dalam bentuk kas saat perusahaan membutuhkannya. Sebagai contoh, piutang dapat dengan mudah dicairkan melalui proses anjak piutang oleh perusahaan kecil atau melalui proses sekuritisasi pada perusahaan besar (Bigelli dan Vidal, 2009). Oleh karena sifatnya sebagai substitusi dari kas itu sendiri, maka semakin besar modal kerja bersih yang dimiliki perusahaan semakin kecil saldo kas yang dimilikinya.

Pendapat yang begitu banyak tentang determinan dari kebijakan *cash holdings* mendorong penulis untuk melakukan penelitian ini. Hasil penelitian sebelumnya memperlihatkan hasil yang belum konsisten dari berbagai variable yang mempengaruhi *cash holding*. Berdasarkan pemikiran dan topik diatas, maka penulis tertarik untuk melakukan Penelitian mengenai "ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *CASH HOLDINGS* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA".

Rumusan Masalah

Dalam penelitian ini permasalahan yang akan diteliti dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah variabel *growth opportunity*, *net working capital*, *leverage*, dan secara parsial berpengaruh terhadap *cash holdings*?
2. Apakah variabel *growth opportunity*, *net working capital*, *leverage*, dan profitabilitas secara bersama-sama berpengaruh terhadap *cash holdings*?

LANDASAN TEORI

Kas merupakan bentuk aktiva yang paling likuid, karena sifatnya yang likuid tersebut, membuat kas memiliki tingkat keuntungan yang paling rendah dibandingkan apabila kas tersebut diinvestasikan dalam bentuk aset lain yang lebih menguntungkan, seperti misalnya deposito berjangka, membeli obligasi perusahaan lain, dan sebagainya. Oleh karena itu, ketersediaan jumlah kas yang optimal bagi perusahaan dapat mempengaruhi keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan tersebut. Apabila jumlah kas tersebut terlalu banyak, akan berdampak pada profit yang bisa didapatkan perusahaan atas setiap peluang investasi yang terlewatkan. Namun apabila jumlah terlalu sedikit juga akan berpengaruh pada likuiditas perusahaan, dengan tersedianya kas dalam jumlah yang cukup perusahaan tidak harus mengorbankan kesempatan investasi yang dimilikinya untuk mempertahankan likuiditasnya.

Pengelolaan terhadap jumlah kas perusahaan menjadi suatu perhatian khusus bagi perusahaan mengingat menentukan jumlah kas yang pas untuk kegiatan operasional perusahaan bukanlah perkara yang mudah. Memegang kas atau dalam bahasa asing biasa disebut dengan istilah *cash holdings* didefinisikan sebagai kas yang ada ditangan atau tersedia untuk diinvestasikan dalam bentuk aset fisik dan untuk dibagikan ke investor (Gill dan Shah, 2012). Manager keuanganlah yang berperan dalam menentukan tingkat *cash holdings* perusahaan yang optimal. Ketika terdapat aliran kas masuk, seorang manajer dapat memutuskan untuk membagikannya kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau mungkin menyimpannya untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan di masa yang akan datang.

Pengertian kas setara kas menurut Smith dan Skousen (1995:493) dalam Susanti (2010) adalah suatu pos-pos yang dianggap sama dengan kas, misalnya sekuritas jangka pendek yang segera jatuh tempo dan investasi sementara lainnya yang sangat likuid. Menurut Retno Prasetyorini (2007) dalam Susanti (2010), kas adalah alat pembayaran yang siap dan bebas dipergunakan untuk membiayai kegiatan umum perusahaan. Variabel *cash holdings* dapat diukur dengan log dari saldo kas neraca akhir tahun atau kas setara kas.

Motif Memegang Kas

Setiap perusahaan memiliki sejumlah kas dalam neracanya, dan beberapa dari mereka memegang kas dalam jumlah yang besar namun ada juga yang sebaliknya, perusahaan yang memegang kas terlalu kecil. Bates et al (2009) mengungkapkan motif perusahaan dan memegang kas sebagai berikut:

1. The Transaction Motive

Motif ini menjelaskan bahwa keuntungan utama dari memegang kas adalah perusahaan dapat meminimalkan biaya transaksi mereka dengan menggunakan kas tersebut untuk melakukan pembayaran dari pada melikuidasi aset pada saat yang mendesak (Daher, 2010). Dalam artian, perusahaan akan memegang kas dalam jumlah yang besar ketika tingginya biaya transaksi untuk mengubah aset non-kas menjadi kas. Sementara itu, perusahaan akan memegang kas dalam jumlah yang lebih sedikit ketika *opportunity cost* dari kas menjadi lebih tinggi, terdapat kecenderungan perusahaan menggunakan kas mereka untuk membiayai peluang investasi yang lebih menguntungkan. Permintaan kas optimal terjadi ketika sebuah perusahaan mengeluarkan biaya transaksi sehubungan dengan perubahan aset keuangan non-kas menjadi kas dan menggunakannya untuk melakukan pembayaran.

2. The Precautionary Motive

Berdasarkan teori, perusahaan memegang kas dalam jumlah yang banyak dengan tujuan agar bisa menghadapi terjadinya guncangan yang merugikan ketika akses masuk ke pasar modal membutuhkan biaya yang mahal. Dengan demikian, perusahaan dengan peluang investasi yang lebih baik akan memegang kas dalam jumlah yang lebih besar sehingga tetap bisa membiayai kebutuhan investasinya sekalipun guncangan perekonomian dan *financial distress* sedang melanda (Bates, 2009).

Perusahaan dengan arus kas yang tidak pasti dan memiliki kesulitan dalam mendapatkan modal eksternal akan memegang kas dalam jumlah yang lebih banyak (Opler et al., 1999). Bagi perusahaan dengan kemudahan akses untuk mendapatkan modal eksternal yang dimilikinya mungkin tidak berpengaruh pada besar kecilnya saldo kas dalam neracanya, namun bagi perusahaan-perusahaan dimana memiliki keterbatasan dalam mengakses modal eksternal besarnya saldo kas dalam neraca mereka sangat mempengaruhi keberlangsungan hidup perusahaan tersebut.

Apabila perusahaan tersebut hanya memiliki saldo kas dalam jumlah yang kecil dimana terdapat peluang investasi yang menguntungkan bagi mereka tetapi mereka tidak bisa berbuat apa-apa karena kurangnya jumlah kas yang dimiliki ditambah lagi dengan sulitnya mendapatkan modal eksternal untuk membiayai investasi tersebut. Sangat disayangkan apabila ada peluang investasi yang menguntungkan tapi terabaikan hanya karena keterbatasan dana untuk membiayainya.

Hal tersebut dapat merugikan perusahaan itu sendiri juga para pemegang saham karena *returns* yang seharusnya didapatkan menjadi lebih sedikit. Guncangan ekonomi yang bisa melanda perekonomian suatu negara kapan saja juga menjadi ancaman kebangkrutan bagi perusahaan yang memiliki kas dalam jumlah kecil dan akses mendapatkan modal eksternal yang terbatas.

3. The Tax Motive

Motif ini menjelaskan maksud perusahaan dalam menentukan tingkat saldo kas yang dimilikinya. Perusahaan lebih memilih memegang kas untuk menghindari adanya pengenaan pajak tambahan yang dirasa akan merugikan perusahaan, seperti pengenaan pajak atas laba yang diperoleh dari kegiatan operasi perusahaan diluar negeri dan pajak atas pembayaran dividen. Foley et al. (2007) mempunyai hipotesis bahwa tingkat likuiditas dalam sebuah perusahaan sebagian disebabkan oleh adanya insentif pajak yang dialami perusahaan-perusahaan multinasional AS. Berdasarkan fakta yang ditemukan bahwa bahwa AS mengenakan pajak atas pendapatan asing yang diterima perusahaan multinasional di AS tetapi perusahaan memiliki hak untuk menunda

pajak tersebut sampai pendapatan tersebut dikembalikan. Sebagai konsekuensinya, perusahaan multinasional AS mempunyai alasan untuk menahan labanya dalam bentuk kas meskipun tanpa adanya peluang investasi yang menarik.

4. *The Agency Motive*

Motif memegang kas juga dipengaruhi oleh motif keagenan. Agen yang dimaksud di sini adalah para manajer selaku pihak yang mendapatkan wewenang dari pemegang saham untuk mengelola aset-aset perusahaan agar memberikan keuntungan bagi para pemegang saham. Jensen (1986) mengatakan bahwa manajer yang terlatih mencoba untuk memegang kembali kas yang dimiliki perusahaan daripada harus membayarkannya kepada pemegang saham ketika perusahaan memiliki peluang investasi yang kecil. Alih-alih meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, manajer-manajer tersebut cenderung menggunakan kas yang menganggur tersebut untuk mendapatkan keuntungan bagi diri mereka sendiri.

Selain alasan memegang kas, penjelasan berikut adalah mengenai berbagai model Kebijakan *Cash Holding*.

Model Baumol

Model Baumol menemukan bahwa terdapat *trade off* dalam memegang kas, dimana jika saldo kas suatu perusahaan tersebut sangat besar maka perusahaan tersebut akan kehilangan kesempatan untuk mengubah dana tersebut kedalam alternatif investasi yang ada. Sebaliknya bila saldo kas terlalu rendah maka perusahaan akan mengalami kesulitan dalam masalah likuiditas.

Model Miller-orr

Efisiensi biaya kas yang dijelaskan dalam model ini dijelaskan dengan penetapan batas-batas saldo kas yakni batas atas (nilai maksimum) dan titik balik (*return point*). Target tingkat saldo kas sama dengan titik balik (*return point*). Didalam model ini, diperbolehkannya saldo kas untuk berfluktuatif ke batas atas dan bawah, dimana asumsi dalam model ini adalah saldo nol. Saat saldo kas mencapai batas atas, perusahaan disarankan untuk mengubah kas kedalam, perusahaan sebaiknya mengubah surat-surat berharga ke dalam bentuk kas.

Trade-off Theory

Pada pasar modal yang sempurna, tidak akan ada biaya transaksi dalam meningkatkan jumlah kas dan memegang kas dan memegang aset lancar tidak akan berpengaruh pada nilai perusahaan. Namun pada kenyataannya pasar modal jauh dari kata sempurna dan terdapat biaya transaksi yang tidak relevan (Bigelli dan Vidal, 2009). Oleh karena itulah perusahaan harus berhati-hati dalam menentukan tingkat *cash holdings* yang optimal.

Berdasarkan teori ini, menilai *cash holdings* yang optimal yaitu dengan mempertimbangkan biaya yang ditimbulkan dari memegang kas tersebut dengan manfaat yang akan didapatkan perusahaan. Menurut Ferrera dan Vilela (2004), manfaat utama yang bisa didapatkan perusahaan dengan memegang kas di antaranya mengurangi kemungkinan terjadinya *financial distress*, terpenuhinya kebijakan investasi meskipun adanya kendala keuangan, dan meminimalkan biaya atas adanya pendanaan eksternal atau terjadinya likuidasi aset. Sementara itu, biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memegang kas adalah *opportunity cost* dari modal yang diinvestasikan pada aset lancar dengan *return* yang kecil. Opler (2009) menyatakan bahwa manajemen yang ingin memaksimalkan kesejahteraan para pemegang sahamnya harus mengatur

cash holdings perusahaan pada tingkat dimana manfaat memegang kas setara atau bahkan melebihi biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memegang kas tersebut. Berdasarkan *Trade off trade Off Theory* ini, titik optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan berada saat marginal value of benefit melebihi marginal value of cost dari tingkat *cash holdings* tertentu.

Agency Theory

Agency Theory adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya, Jensen dan Meckling, hal 305, [1]. *Agency relationship* merupakan hubungan antara dua pihak, dimana pihak pertama bertindak sebagai prinsipal/pemberi amanat dalam hal ini pemegang saham, dan agen-agen seperti manajer dan pihak kedua disebut agen yang bertindak sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Dalam hubungan ini, pemegang saham menyerahkan wewenang mereka kepada manajer untuk mengelola aset-aset perusahaan agar bisa memberikan profit untuk mereka. Adanya pendelegasian wewenang ini bisa menimbulkan permasalahan. *Agency Theory* menunjukkan bahwa perusahaan dapat dilihat sebagai sebuah hubungan kontrak antara pemilik sumber daya dengan pengelolanya seperti pemegang saham dengan manajer dan antara pemberi hutang dengan pemegang saham. *Agency Theory* tidak serta merta mensyaratkan bahwa hubungan prinsipal dan agen harmonis. Sebaliknya, bahkan sering kali dihubungkan dengan *conflict of interest*. *Agency problem* sering kali terjadi saat perusahaan ingin melakukan investasi yang berisiko bagi perusahaan. Dalam sebuah perusahaan, adanya kelebihan arus kas cenderung diinvestasikan dalam hal-hal yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan. Hal ini yang menyebabkan terjadinya perbedaan kepentingan karena pemegang saham ingin investasi dengan *return* yang tinggi sementara pihak manajerial memilih investasi dengan *return* yang rendah. Daher (2010) menyatakan bahwa manajer lebih memilih untuk mengumpulkan kas tanpa adanya peluang investasi dari pada membayarkannya kepada para pemegang saham. *Agency cost* sendiri dapat didefinisikan sebagai biaya yang diakibatkan oleh perbedaan tujuan dari pemegang saham dan manajemen. *Agency cost* juga dapat berupa biaya maupun biaya tidak langsung.

Pecking order theory

Berlawanan dengan *trade-off theory*, *Pecking order theory* mengemukakan bahwa tidak ada tingkat *cash holdings* yang optimal tetapi kas memiliki peran sebagai penyangga antara laba ditahan dan kebutuhan investasi. Kas akan tersedia ketika profit yang dihasilkan perusahaan melebihi kebutuhan investasinya. Ketika kas tersedia dalam jumlah yang berlebih dan perusahaan yakin akan profitabilitas investasi mereka, maka kelebihan kas akan dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen (Myer dan Majluf, 1984). Urutan sumber dana dalam pembuatan keputusan pembiayaan perusahaan. Berdasarkan teori ini, ketika membutuhkan dana untuk keperluan pembiayaan investasi perusahaan, perusahaan akan memilih untuk menggunakan pendanaan yang dinilai paling murah, yaitu pendanaan internal. Jika keperluan untuk investasi tidak bisa didapat dari pendanaan internal, maka perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal dari utang sebagai sumber pendanaan kedua, dan ekuitas sebagai sumber pendanaan terakhir.

Pecking order theory juga mengungkapkan adanya hierarki dalam pendanaan. Perusahaan memilih untuk menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu untuk kemudian pendanaan eksternal dikarenakan adanya biaya dari biaya ketidaksimetrisan informasi. Menurut Husnan (2006), dana internal lebih disukai daripada dana eksternal karena dana internal memungkinkan

perusahaan untuk tidak perlu membuka diri lagi dari sorotan pemodal luar. *Pecking order theory* digunakan untuk menjelaskan hubungan antara *leverage* terhadap nilai perusahaan. Perusahaan akan memaksimalkan nilai perusahaan berdasarkan pertimbangan akan biaya dan keuntungan dari memegang kas.

Hubungan Antar Variabel

Growth opportunity (Growth) dengan Cash holdings

Umumnya suatu perusahaan menginginkan tersedianya kas untuk memenuhi kebutuhan akan proyek-proyek investasi yang menguntungkan di masa mendatang. Melalui alasan ini, maka dapat dikatakan bahwa memiliki aset dalam bentuk likuid akan lebih menguntungkan untuk perusahaan yang memiliki peluang investasi dikarenakan masalah keuangan yang dihadapinya (Denis dan Sibilokv, dalam Bigelli dan Vidal, 2012:28). Lebih jelasnya hubungan antara *growth opportunity* dengan *cash holdings* dapat ditunjukkan melalui penelitian yang dilakukan oleh Opler et.al. (1999) yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang besar memegang kas dalam jumlah yang besar. Demikian dengan penelitian yang dilakukan oleh Ozkan dan Ozkan (2004) yang menemukan variabel *growth opportunity* berpengaruh secara signifikan terhadap *cash holdings*.

Sementara itu pada *Pecking order theory*, dan penelitian Myer (1977) yang mengungkapkan bahwa perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi menggunakan aset likuid untuk mengurangi kemungkinan munculnya *financial distress* agar mampu mengambil investasi yang baik terlebih dahulu saat pembiayaan pembiayaan eksternal tinggi.

Gill dan Charul Shah,(2012), Bigelli et.al.(2009), dan Rebecca,(2013) menemukan bukti bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holdings*. Dari penjelasan diatas, maka *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holdings*. Berdasarkan uraian di atas, maka:

H1: Growth opportunity berpengaruh positif dan signifikan terhadap cash holdings

Hubungan Net working capital dengan Cash holdings

Net working capital mengacu pada pengertian modal kerja menurut konsep kualitatif dimana modal kerja bersih diartikan sebagai bagian dari aktiva lancar yang benar-benar dapat digunakan untuk membiayai operasional perusahaan tanpa mengganggu likuiditas perusahaan (Riyanto, 2001).

Net working capital juga diukur dengan membagi pengurangan curret assets dan current liabilities dengan *total assets*. Bila hasil *net working capital* negatif (atau yang biasa disebut defisit modal kerja) maka perusahaan disinyalir tengah mengalami kesulitan likuiditas. Umumnya, perusahaan yang *net working capital*nya negatif akan membuat cadangan kas. *Net working capital* mampu berperan sebagai substitusi terhadap *cash holdings* suatu perusahaan. Hal ini dikarenakan kemudahan dalam mengubahnya ke dalam bentuk kas saat perusahaan memerlukannya. Sebagai contoh, piutang dapat dengan mudah dicairkan melalui proses sekuritisasi, hutang bank juga bisa dengan mudah diubah menjadi kas. Jadi *net working capital* bisa dianggap sebagai substitusi dari *cash holdings* (Opler et al. Dalm Bigelli dan Vidal, 2012:29). Pernyataan Opler et al. Juga sejalan dengan penemuan Bigelli dan Vidal (2012) yang menggambarkan hubungan antar *net working capital* dengan *cash holdings*, penelitian Kim et al. (2011) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki *net working capital* yang besar umumnya memegang kas dalam jumlah yang sedikit.

Berdasarkan *trade-off theory*, terdapat hubungan negatif antara *net working capital* dan *cash holdings*. Menurut Ogundipe et.al (2012), *net working*

capital dipakai sebagai proksi dari investasi pada aset lancar yang dapat dipakai sebagai pengganti kas. Ketika dibutuhkan, *net working capital* dapat dilikuidasi dengan cepat untuk menutupi kekurangan kas yang dibutuhkan perusahaan (Ferreira dan Vilela, 2004). Lebih lanjut, Ozkan dan Ozkan (2004) menjelaskan bahwa biaya untuk menkonversi aset lancar non kas menjadi kas lebih murah dibandingkan dengan aset-aset lainnya sehingga perusahaan tidak selalu bergantung kepada pasar modal ketika terjadi kekurangan kas. Oleh karena itu, tingginya tingkat modal kerja bersih dapat dikaitkan dengan rendahnya tingkat *cash holdings* (Daher, 2010).

Ferreira dan Vilela (2004), D'Melo (2005), Daher (2010), Kim et.al. (2011), dan Ogundipe et.al.(2012) menemukan bukti bahwa *net working capital* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Berdasarkan uraian di atas, maka *net working capital* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*.

H2: Net working capital berpengaruh negatif terhadap cash holdings perusahaan manufaktur

Hubungan Leverage dengan Cash holdings

Leverage merupakan kebijakan perusahaan tentang seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan diluar perusahaan. *Leverage* diukur dengan membagi *debt (interest bearing)* dengan *total assets*. *Leverage* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tidak solvable, artinya total *leveragenya* lebih besar dibandingkan dengan *total assetsnya* (Horne,2005). Ferreira dan Vilela (2004) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang lebih besar memiliki kemampuan untuk mendapatkan pendanaan eksternal lebih mudah dan murah sehingga perusahaan untuk mengurangi jumlah kas yang dipegang.

Hasil penelitian Ginglinger dan Saddour (2007) menunjukkan bahwa penelitian tentang *cash holdings* memberikan hasil yang berbeda antara negara maju dengan negara berkembang, perusahaan dihadapkan pada *financial constraint* yang besar dan perlindungan terhadap hak pemegang saham yang lemah. Hal ini berdampak pada perusahaan memiliki kecenderungan untuk memiliki *cash holdings* yang besar. Pada negara maju, perusahaan besar cenderung mengalami sedikit *financial constraint* memiliki kualitas *governance* yang baik serta akses yang mudah ke pasar modal sehingga perusahaan cenderung menahan *cash holdings* dalam jumlah yang kecil.

Ozkan dan Ozkan (2002) mengatakan tingkat *leverage* yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menerbitkan hutang, perusahaan menggunakan hutang sebagai pengganti untuk memegang kas dalam jumlah yang besar. Mereka mendapatkan hasil bahwa biaya penerbitan hutang lebih tinggi dibandingkan dengan biaya memegang kas. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi hutang dan meningkatkan saldo kas yang dimilikinya.

Agency theory memprediksi adanya hubungan negatif antara *leverage* dan *cash holdings*. Ferreira dan Vilela (2004) berpendapat bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang rendah membuat kurangnya pengawasan dari pihak eksternal sehingga memungkinkan terjadinya diskresi manajerial yang lebih besar saat kas berada pada tingkat yang tinggi para manajer dapat memanfaatkannya untuk mendapatkan keuntungan bagi mereka sendiri.

Opler et.al.(1999) dan Bates et.al (2009) mendokumentasikan hubungan negatif yang terjadi antara *leverage* dan *cash holdings*. Hal serupa juga diungkapkan oleh Ferreira dan Vilela (2004), D'Mello (2005), Afza dan Adnan (2007), Daher (2010). Berdasarkan uraian diatas, maka *leverage* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*.

H3: Leverage berpengaruh negatif terhadap cash holdings

Profitabilitas dan *Cash holdings*

Return on Total assets merupakan proksi dari profitabilitas perusahaan yang merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam periode tertentu. Para investor menanamkan saham pada perusahaan adalah untuk mendapatkan *return*, yang terdiri dari *yield* dan *capital gain*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor, sehingga menjadikan nilai perusahaan menjadi lebih baik (Brigham dan Houston, 2006). Manager keuangan memiliki tanggung jawab dalam mendapatkan modal yang dibutuhkan untuk menyimpan persediaan maupun atas profitabilitas perusahaan secara keseluruhan, Brigham & Houston, (2006:159-161).

Profitabilitas berpengaruh terhadap *cash holdings* disebabkan karena jika profitabilitas meningkat maka *cash holdings* justru mengalami penurunan. Ogundipe et.al,(2012) mendapatkan bukti bahwa adanya hubungan negatif signifikan terjadi antara *return on asset* dengan *cash holdings*. Berdasarkan uraian diatas profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*.

H4: Profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif terhadap *cash holdings* perusahaan manufaktur

Penelitian Terdahulu

Permasalahan tentang tingkat *cash holdings* yang optimal bagi sebuah perusahaan cukup menarik perhatian beberapa peneliti untuk melakukan penelitian mengenai hal tersebut. Dengan adanya penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya bisa dijadikan dasar dalam penelitian kali ini. Berikut ini akan diuraikan beberapa penelitian terdahulu yang berhubungan dengan *cash holdings*.

Gill dan Shah (2012) melakukan sebuah penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *cash holdings* perusahaan dengan menggunakan beberapa variabel, diantaranya *market to book ratio* (MTB), *cash flow to net asset ratio* (CF), *net working capital to asset ratio* (NWC), *leverage*, *firm size*, *dividend payment*, *board size*, dan *CEO duality*. Penelitian dilakukan dengan menggunakan sampel 166 perusahaan (91 perusahaan manufaktur dan 75 perusahaan jasa) di Canada yang tercatat dalam *Toronto Stock Exchange* dalam periode penelitian dari tahun 2008-2010. Dengan menggunakan analisis regresi *The Ordinary Least Square* (OLS), hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa pada perusahaan manufaktur, MTB, NWC, dan board size mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holdings* sedangkan *firm size* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*. Disamping itu juga ditemukan bahwa terdapat hubungan yang tidak signifikan antara CF, *leverage*, *dividend payment*, dan *CEO duality* terhadap *cash holdings*. Berbeda dengan hasil penelitian di perusahaan manufaktur, pada perusahaan jasa diperoleh hasil bahwa *leverage*, *board size* dan *CEO duality* berpengaruh positif signifikan terhadap *cash holdings* sedangkan MTB, NWC, dan *firm size* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*. Hubungan yang tidak signifikan juga terjadi antara *dividend payment* dengan *cash holdings*.

Hasil penelitian di Indonesia dilakukan oleh Rebecca (2013) menunjukkan bahwa kebijakan *cash holdings* perusahaan-perusahaan di Indonesia dipengaruhi signifikan oleh beberapa variabel seperti *growth opportunity*, *leverage*, *net working*, dan *dividend payment*. *Growth opportunity* memiliki hubungan yang positif dengan kebijakan *cash holdings* perusahaan sesuai dengan *Pecking order theory*. Kebijakan *cash holdings* perusahaan di Indonesia juga terbukti memiliki hubungan positif dengan *net working capital* dan *dividend payment*. Sedangkan hubungan dengan *leverage* yang dianggap sebagai substitusi kas adalah negatif.

Disisi lain kebijakan *cash holdings* perusahaan manufaktur di Indonesia tidak dipengaruhi secara signifikan oleh *size*, *cash flow*, dan *capital expenditure*. Karakteristik perusahaan di Indonesia yang biasanya tergabung di dalam suatu grup (dimiliki oleh seorang *ultimate owner* yang biasanya mengambil keputusan secara strategis untuk grup bukan untuk satu perusahaan secara spesifik) menyebabkan kebijakan *cash holdings* perusahaan tidak secara signifikan dipengaruhi oleh *size*, *cash flow*, dan *capital expenditure*.

Berdasarkan hasil data Rebecca (2013) menyimpulkan bahwa di Indonesia kebijakan *cash holdings* dipengaruhi oleh *growth opportunity* dan *financing source*. Perusahaan di Indonesia menggunakan kas yang dipegang untuk keperluan operasional dan pembiayaan perusahaan kegiatan pembiayaan meliputi pembayaran *dividen*, pembayaran bunga pinjaman, pembayaran bunga pinjaman dan pembiayaan menerbitkan saham baru serta pembelian kembali saham dari pasar. Kegiatan investasi tidak mempengaruhi kebijakan *cash holdings* perusahaan karena sebagian besar kegiatan investasi dibiayai oleh pinjaman (pendanaan eksternal).

Afza dan Adnan (2007) juga meneliti mengenai faktor yang berpengaruh pada tingkat *cash holdings* menggunakan variabel *independent growth* and *investment opportunities*, *real size of the firms*, *cash flow*, *liquidity requirements*, *leverage*, *cash flow uncertainty*, dan *dividend payments*. Dengan mengambil obyek penelitian pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Pakistan selama periode 1998-2005. Menggunakan *a pooled time series regression* di dapatkan hasil yang menunjukkan bahwa *firm size*, *cash flow*, dan *cash flow uncertainty* berpengaruh positif signifikan terhadap *cash holdings*. Hubungan negatif signifikan juga terjadi antara *investment opportunities*, *liquid asset substitutes*, *leverage*, dan *dividend payments* terhadap *cash holdings* perusahaan.

Ogundipe et al. (2012) melakukan penelitian mengenai *cash holdings* pada perusahaan-perusahaan non keuangan di Nigeria dengan periode penelitian dari tahun 1995-2009. Dalam penelitian tersebut digunakan beberapa variabel independen, di antaranya *growth opportunity*, *firm size*, *cash flow*, *net working capital*, *leverage*, *ROA*, *inventories*, *account payable*, *account receivable*, *financial distress*, dan *bank relationship*. Menggunakan *dynamic panel General Method of Moments (GMM)*, didapatkan hasil bahwa *cash holdings* signifikan dipengaruhi oleh *growth opportunities*, *leverage*, *inventories*, *account receivable*, dan *financial distress*. Selain itu, tidak terdapat hubungan signifikan antara *cash flow* dengan *cash holdings*.

Daher (2010) meneliti *cash holdings* pada perusahaan pribadi dan publik di UK antara tahun 1985-2005. Dalam menjelaskan faktor yang mempengaruhi *cash holdings*, Daher menggunakan variabel *sales growth rate*, *firm size*, *cash flow*, *net working capital*, *capital expenditures*, *leverage*, dan *private status*. Dengan menggunakan *Least Squares Regression Model* didapatkan hasil yang menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari *firm size*, *cash flow*, *net working capital*, *capital expenditures*, dan *leverage* terhadap *cash holdings*. Pada variabel *investment opportunities* ditemukan bahwa tidak ada pengaruh signifikan terhadap *cash holdings*. Hasil juga memperlihatkan bahwa *company's status*, yakni perusahaan publik memegang lebih banyak kas dari pada perusahaan pribadi.

D'Mello et al. (2005) menggunakan variabel *firm size*, *net working capital*, *sales growth*, *research and development expenditures*, *leverage*. Menggunakan regresi *The Ordinary Least Square (OLS)*, hasil yang didapatkan menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan dari *asset size*, *net working capital*, dan *leverage* terhadap *cash holdings*. Pengaruh positif dari *sales growth* dan *development expenditures* terhadap *cash holdings*.

Ferreira dan Vilela (2004) juga meneliti faktor yang berpengaruh terhadap *cash holdings* dengan mengambil sampel dari perusahaan perdagangan publik di negara EMU, di antaranya Germany, France, Netherlands, Italy, Spain, Finland, Belgium, Austria, Ireland, Luxemburg, Greece, dan Portugal. Dengan menggunakan 3 metodologi regresi yang berbeda, yaitu *the Fama and MacBeth methodology* (menggunakan *cross-sectional regression* dan *the time series of regression coefficients*), a *pooled time-series cross-sectional regression*, dan a *cross-sectional regression*. Hasil penelitian menunjukkan bukti bahwa *cash holdings* perusahaan dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh *investment opportunity set*, *cash flow* dan dipengaruhi secara negatif dan signifikan oleh *liquid asset substitutes*, *leverage*, *size*, dan *bank debt*.

Kim et al. (2011) meneliti faktor yang mempengaruhi *cash holdings* pada industri restoran. Menggunakan variabel independen *firm size*, *leverage*, *investment opportunities*, *liquid asset substitutes*, *capital expenditures*, *cash flow*, dan *dividend payment*. Dengan menggunakan analisis regresi *the Weighted Least-Squares (WLS)*, ditemukan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan namun tidak signifikan terhadap *cash holdings* dan *cash flow* berpengaruh positif juga tidak signifikan terhadap *cash holdings*.

Bigelli dan Vidal (2009) melakukan penelitian tentang *cash holdings* dengan obyek penelitian perusahaan pribadi di Italia pada periode 1996-2005. Dalam pengujian hipotesisnya, digunakan *panel data regression analysis*, dan ditemukan adanya pengaruh positif signifikan dari *cash flow*, *growth opportunity*, *cash conversion cycle*, *financing deficit*, dan *dividend payment* terhadap *cash flow*. Sedangkan *effective tax rate* dan *firm size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cash holdings*.

Ogundipe et al. (2012) melakukan penelitian judul "*Cash holdings and Firm Characteristics : Evidence from Nigerian Emerging Market*" dengan sampel penelitian sebanyak 54 perusahaan di Nigeria yang terdaftar di *Nigerian Stock Exchange* pada periode 1995-2010. Dengan menggunakan analisis regresi *Ordinary Least-Square (OLS)*, hasil yang didapatkan menunjukkan bahwa *cash holdings* dipengaruhi secara positif signifikan oleh *cash flow*, *leverage*, *return on asset*, dan *investment in fix asset*. Sementara *net working capital* mempengaruhi signifikan dan negative terhadap *cash holdings*. Selain itu, *growth opportunities* dan *firm size* tidak signifikan mempengaruhi *cash holdings*.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan purposive sampling dengan periode pengamatan tahun 2009 sampai dengan 2014 dengan kriteria sampel tercatat sebagai emiten secara terus menerus tanpa *delisted* ataupun *relisted* pada BEI dalam periode pengamatan tahun 2009 sampai dengan 2014.

Teknik Pengolahan Data

Penentuan Nilai Variabel

Input untuk variabel terikat (*dependent*) *cash holdings* diperoleh dengan mengolah data sekunder yang diperoleh dari database Bursa Efek Indonesia dan variabel bebas (*independent*) *growth opportunity*, *net working capital*, *leverage*, dan *return on total assets* diperoleh dengan mengolah data sekunder berupa laporan keuangan yang telah diaudit yang diperoleh dari database Bursa Efek Indonesia dan data *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

Berikut adalah penentuan nilai masing-masing variabel:

Cash holdings: merupakan salah satu bentuk aset likuid yang berbentuk sejumlah uang kartal yang dimiliki oleh perusahaan di mana disimpan dalam kas kecil (*petty cash*), atau dalam kas register, atau dalam bentuk rekening-rekening baik itu di dalam bank maupun didalam pasar uang. Satuan untuk variabel *Cash holdings* di dalam penelitian ini dinyatakan dalam persen (%).

Growth opportunity (Market to Book Value): merupakan suatu perpaduan antara kemungkinan akan peluang investasi di masa depan dengan aktiva nyata yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Satuan untuk variabel *Growth opportunity* di dalam penelitian ini dinyatakan dalam bentuk persen (%).

Net working capital: merupakan total aset lancar dikurangi total liabilitas lancar dan dibagi dengan *total assets*. Satuan untuk variabel *Net working capital* didalam penelitian ini adalah persen (%). Ukuran menentukan besaran variabel *Net working capital* didalam penelitian ini adalah:

1. *Leverage*: menunjukkan hutang yang akan meningkat ketika kebutuhan investasi melebihi laba ditahan yang dimiliki perusahaan dan akan menurun ketika kebutuhan investasi kurang dari laba yang ditahan perusahaan. Tingkat *leverage* yang tinggi akan memiliki tingkat *cash holdings* yang rendah, *leverage* diukur dengan membagi liability dengan *total assets*.
2. Profitabilitas diproses ROA merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan.

Analisis Data Panel

Penelitian ini menggunakan data panel, data panel adalah data yang terdiri dari data time series yakni data di mana satu individu memiliki lebih dari satu pengamatan waktu dan data *cross section* yakni data yang memiliki beberapa individu, Wing Wahyu Winarno (2011).

Seluruh nilai variabel yang telah dihitung dari masing-masing perusahaan yakni variabel terikat *cash holdings* dan variabel bebas *growth opportunity*, *net working capital*, *leverage*, dan *return on assets* termasuk pula kode entitas perusahaan yang terdaftar di BEI (dengan format 4 digit alfabet) dan tahun observasi dimasukkan dalam *spread sheet* data panel untuk kemudian dilakukan regresi berganda. Pada penelitian ini, data panel menggabungkan data setiap perusahaan atau sampel dalam setiap tahun atau periode penelitian.

Untuk membantu proses pengolahan dan analisis data penelitian maka peneliti menggunakan *software* aplikasi *Eviews versi 8*. *Software* aplikasi ekonometrika dan statistik ini mampu melakukan proses pengolahan dan analisis untuk data penelitian berupa data panel.

Model Regresi

Menurut Bates et al. (2009) dan Ferreira dan Vilela (2004) pendekatan standar untuk menilai dan menguji signifikansi secara statistik slope koefisien regresi

Pengujian hipotesis dilakukan dengan pengujian regresi linier sebagai berikut:

$$CASH_{*it} = \beta_0 + \beta_1 MTB_{i,t} + \beta_2 NWC_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t}$$

Keterangan:

CASH = *Cash to Assets Ratio (Cash holdings)*

B (1-9) = *Koefisien Regresi*

Growth = *Growth opportunity*

NWC = *Net working capital*

LEV = *Leverage*

ROA = *Return on Total assets*

Tahapan Pengujian

Menurut Agus Widarjono, pengujian data panel dilakukan dengan tahapan sebagai berikut:

1. Estimasi model
Penelitian ini menggunakan data panel, dengan demikian terdapat 3 estimasi model yakni model *ols*, *Fixed Effect* dan *Random Effect*
2. Pemilihan Model
Berdasarkan ketiga model tersebut diatas akan dilakukan pemilihan model terbaik dengan menggunakan uji *Chow* dan Uji *Hausmann*

Estimasi Model Regresi

Untuk mengestimasi parameter model dengan data panel, terdapat 3 teknik yakni:

1. *Model Common Effect*
Model ini mengkombinasikan *data cross section* dan *time series* sebagai satu kesatuan tanpa kesatuan tanpa melihat adanya perbedaan waktu dan entitas (individu), dengan menggunakan pendekatan *ordinary least square (OLS)*.
2. *Model Fixed Effect*
Model ini mengasumsikan bahwa intersep dari setiap individu adalah berbeda sedangkan slope antar individu adalah tetap sama. Teknik ini menggunakan variabel *dummy* untuk menangkap adanya perbedaan intersep antar individu.
3. *Model Random Effect*
Model ini mengasumsikan setiap individu memiliki perbedaan intersep, yang mana intersep tersebut adalah variabel random atau stokastik. Teknik ini juga memperhitungkan bahwa error mungkin berkorelasi sepanjang *cross section* dan *times series*, Agus Widarjono (2010).

Pemilihan Model Regresi

Menurut Wing Wahyu Winarno (2011) terdapat 3 uji untuk memilih estimasi data panel yakni:

Uji statistik F (Uji *Chow*) untuk memilih antara model *Common Effect* atau *Fixed Effect*. Hipotesis yang dibangun pada uji *chow* adalah sebagai berikut:

H_0 : *common effect* diterima,

H_a : *Fixed Effect* diterima.

Jika *p-value F-statistik* lebih kecil dari 0.05 maka H_0 ditolak,

Jika *p-value F-statistik* lebih besar dari 0.05 maka H_0 diterima.

Uji *Hausmann* untuk memilih antara model *Fixed Effect* dan *Random Effect*. Hipotesis yang dibangun pada uji *Hausmann* adalah sebagai berikut:

H_0 : *Random Effect* diterima

H_a : *Fixed Effect* diterima.

Jika *p-value Chi-Sq statistik* lebih kecil dari 0.05 maka H_0 ditolak,

Jika *p-value Chi-Sq statistik* lebih besar dari 0.05 maka H_0 diterima.

Uji Kelayakan (*Goodness of fit*)

Menurut Nachrowi, uji hipotesis berguna untuk menguji signifikansi koefisien regresi, terdapat 2 jenis uji hipotesis sebagai berikut:

Uji Keterandalan Model (Uji F)

Uji keterandalan model atau uji kelayakan model atau yang lebih populer disebut sebagai uji F (ada juga yang menyebutkan sebagai uji simultan model) merupakan tahapan awal mengidentifikasi model regresi yang diestimasi layak atau tidak. Layak (andal) disini maksudnya adalah model yang diestimasi layak digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel bebas terhadap

variabel terikat. Nama uji ini disebut sebagai Uji F, karena mengikuti distribusi F yang kriteria pengujiannya seperti *One Way Anova*. Derajat kepercayaannya yang digunakan adalah 0.05.

Ho : tidak ada pengaruh signifikan variabel bebas terhadap variabel terikat

Ha : ada pengaruh signifikan variabel bebas terhadap variabel terikat.

Jika *probability p-value* dari F-statistik lebih kecil dari 0.05 maka Ho ditolak, Jika *probability p-value* dari F-statistik lebih besar dari 0.05 maka Ho diterima.

Uji Koefisien Regresi (Uji-T)

Uji t dalam regresi linier berganda dimaksudkan untuk menguji apakah parameter (koefisien regresi dan konstanta) yang diduga untuk mengestimasi persamaan/model regresi linier berganda sudah merupakan parameter yang tepat atau belum. Maksud tepat disini adalah parameter tersebut mampu menjelaskan perilaku variabel bebas dalam mempengaruhi variabel terikatnya. Parameter yang diestimasi dalam regresi linier meliputi intersep (konstanta) dan slope (koefisien dalam persamaan linier). Uji t digunakan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independent secara parsial (individu) berpengaruh nyata atau tidak terhadap variabel dependent (terikat). Derajat signifikansi yang digunakan adalah 0.05.

Ho : tidak ada pengaruh signifikan variabel bebas terhadap variabel terikat

Ha : ada pengaruh signifikan variabel bebas terhadap variabel terikat

Jika *probability p-value* dari t-statistik lebih kecil dari 0.05 maka Ho ditolak
Jika *probability p-value* dari t-statistik lebih besar dari 0.05 maka Ho diterima.

Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi menjelaskan variasi pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikatnya. Atau dapat pula dikatakan sebagai proporsi pengaruh seluruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Nilai koefisien determinasi dapat diukur oleh nilai Adjusted R-Square digunakan pada saat variabel bebas lebih dari satu.

Nilai koefisien ini antara 0 – 1, jika hasil lebih mendekati angka 0 berarti kemampuan variabel-variabel independent (bebas) dalam menjelaskan variasi variabel dependent (terikat) sangat terbatas. Tapi jika hasil mendekati angka 1 berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependent, N. Djalal Nachrowi dan Hardius Usman, 2006 (2005).

ANALISIS DATA, PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

Penentuan Sampling Data

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013. Proses penentuan sampel dalam penelitian ini yakni dengan mengambil perusahaan yang tidak pernah *deleting* dari Bursa Efek Indonesia. Tabel 1 berikut ini menunjukkan proses penarikan sampel.

TABEL 1
SAMPEL DATA

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Jumlah sampel awal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	105
Perusahaan yang tidak memiliki variabel lengkap sesuai yang dibutuhkan (Inventory dan Account Payable) periode 2009-2013	6
Jumlah sampel yang digunakan	99
Jumlah observasi (2009-2013)	495

Sumber: hasil pengolahan data

Berdasarkan tabel diatas sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan terpilih sebanyak 99 perusahaan yang akan menjadi sampel penelitian dengan periode pengamatan 5 tahun.

Statistik Deskriptif

Berikut, disajikan statistik deskriptif dari data penelitian:

TABEL 2
STATISTIK DESKRIPTIF

Variabel	Min	Mean	Std. Dev.	Observations
CH	0.0002	0.2239	1.1959	495
Growth	-0.9221	7.4934	73.6915	495
NWC	0.0010	1.1633	5.3697	495
LEV	0.0009	0.5832	0.4882	495
ROA	-5.3929	0.0859	0.2948	495

Sumber: hasil pengolahan data

Dari tabel 2 masing-masing variabel berada pada angka positif, berdasarkan statistik deskriptif variabel *cash holdings* menunjukkan secara keseluruhan perusahaan manufaktur besarnya rata-rata 22.39% dengan standar deviasi 1.1959.

Sedangkan untuk variabel bebas *growth opportunity* merupakan besarnya angka perubahan penjualan tahun bersangkutan dari tahun sebelumnya, memiliki standar deviasi tertinggi mengindikasikan bahwa variabel *Growth opportunity* perusahaan dari tahun ke tahun berhubungan dengan profit yang lebih tinggi yang setara dengan rata-rata, menunjukkan data pertumbuhan penjualan baik.

Net working capital dengan nilai terendah sebesar 0.0010 berarti bahwa jumlah *currents liabilities* lebih besar dari *currents assets* dengan begitu perusahaan mampu mendanai investasi operasi jangka pendek dengan menggunakan kewajiban jangka pendeknya. Nilai rata-rata *Net working capital* sebesar 1.1633 dengan standar deviasi sebesar 5.3697.

Leverage merupakan besarnya perbandingan total kewajiban dengan total aset perusahaan. Nilai *leverage* terendah sebesar 0.0009 dari total liabilitas, untuk rata-rata *leverage* dari 495 sampel adalah 58.32% dan standar deviasi 0.2948. Peningkatan liabilitas dapat disebabkan adanya kenaikan pada *trust receipts* yang digunakan untuk mengimpor bahan baku, serta adanya pinjaman jangka panjang kepada bank. maka disimpulkan bahwa data *leverage* tersebut masih cukup baik.

Return On Total assets merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan. *Return On Total assets* terendah perusahaan menghasilkan laba sebesar -5.3929 dengan rata-rata kemampuan perusahaan menghasilkan laba senilai 0.0859 atau 8.59% dengan standar deviasi sebesar 0,2948.

Jika rata-rata perusahaan manufaktur diatas 8.50% dapat dikatakan kurang efektif dalam pengelolaan aset, ada beberapa kemungkinan penyebab, diantaranya; terjadi *idle cash* yang tinggi, banyak kas perusahaan manufaktur di Indonesia yang tersimpan begitu, mestinya kas dikelola sedemikian rupa sehingga tidak ada kas yang menganggur, tanpa mengorbankan likuiditas. Kas harus diinvestasikan kedalam operasional perusahaan atau diinvestasikan di perusahaan lain atau membeli surat berharga.

Secara rata-rata perusahaan manufaktur masih cukup normal atau baik, dengan rata-rata *cash holdings* 22,39% dari jumlah tetap sama setiap tahunnya yakni 99 perusahaan yang sama dengan periode observasi selama 5 tahun yakni tahun 2009, 2010, 2011, 2012, dan 2013 sehingga keseluruhan observasi berjumlah 495.

Estimasi Model Regresi

Berdasarkan hasil dari *Chow Test* dan *Hausmann Test* menunjukkan bahwa model terbaik adalah Fixed Effect, *table 3* berikut ada hasil dari estimasi model Regresi:

TABEL 3
HASIL UJI REGRESI FIXED EFFECT MODEL

Model	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
(Constant)	0.203264***	0.002098	96.86559	0.0000
Growth	-1.83E-05***	5.86E-06	-3.126510	0.0019
NWC	0.000984***	8.91E-05	11.04071	0.0000
LEV	0.049930***	0.003645	-13.69675	0.0000
ROA	0.036569***	0.011493	-3.181816	0.0016

Sumber: Data Sekunder yang diolah

***, **, * mengindikasikan tingkat signifikansi pada level 1%, 5%, 10%

Uji keterandalan Model (Uji F)

Nilai probability F-statistik sebesar 0.000000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 atas uji F diterima digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel independent terhadap variabel terikat.

Uji Koefisien Regresi (Uji t)

Berdasarkan tabel 3 di atas, dengan model terbaik, *fixed effect* menunjukkan bahwa penelitian ini sejalan dengan hasil-hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu seperti Bigelli dan Vidal (2012), Triasesiarta Nur: "Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Kebijakan..." 29

Rabeca Theresia Jinkar (2013), Lawrencia Olatunde Ogundipe & Sunday E.Ogundipe (2012).

Koefisien *growth opportunity* (*growth*) sebesar $-1.83E-05$ memberikan konfirmasi bahwa *growth opportunity* memiliki pengaruh negatif signifikan pada *level alpha* 1% terhadap *cash holdings* perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Opler et.al.(1999), Ozkan dan Ozkan(2004), Kim et.al.(2011) yang memberikan hasil variabel *growth opportunity* berpengaruh terhadap variabel *cash holdings*. Akan tetapi berbeda dengan hasil penelitian Bigelli dan Vidal (2012) yang memberikan hasil variabel *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap variabel *cash holdings*. Dengan demikian **H1 diterima**. Perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi menggunakan aset likuid seperti kas kemungkinan dapat menimbulkan *financial distress*. Untuk menghindari hal tersebut maka perlu diperhatikan oleh perusahaan di Indonesia semakin besar *growth opportunity* maka semakin besar jumlah kas yang harus dipegang.

Koefisien *net work capital* sebesar 0.000984 dan memiliki hubungan positif signifikan 0.0000 pada *level alpha* 1% terhadap *cash holdings* perusahaan, maka **H2 diterima**. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang dilaksanakan di berbagai negara seperti Afza and Adnan (2007) di Pakistan. Hasil penelitian penulis sejalan dengan penulis Jinkar bahwa penelitian di Indonesia justru membuktikan bahwa terdapat hubungan yang positif dengan *cash holdings*. Seiring dengan meningkatnya *current assets* maka akan berpengaruh pada *net working capital* juga meningkat. Menurut penelitian awal bahwa aset lancar dapat menjadi substitusi bagi kas namun pada prakteknya di perusahaan Indonesia aset lancar tidak dapat diubah menjadi kas dengan mudah, oleh sebab itu para manajer perusahaan dapat membuat cadangan kas guna menjaga likuiditas.

Koefisien *leverage* sebesar -0.049930 memberikan konfirmasi bahwa *leverage* memiliki pengaruh yang signifikan dengan arah negatif pada *level alpha* 1% terhadap *cash holdings*, dengan demikian **H3 diterima**. Hasil ini sesuai dengan *Pecking order theory* dan penelitian sebelumnya yakni oleh John (1993), Ferreira & Vilela (2004), Ginglinger dan Soddour (2007), yang menyatakan bahwa semakin tinggi *leverage* yang dimiliki oleh perusahaan, semakin sedikit jumlah kas yang tersedia. *Leverage* yang tinggi mencerminkan kemudahan suatu perusahaan mendapatkan pendanaan eksternal.

Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi akan memiliki tingkat *cash holdings* yang rendah, karena perusahaan dengan *leverage* tinggi sengaja tidak memegang kas terlalu banyak, karena dianggap memberikan *return* yang lebih rendah jika dibandingkan investasi pada aset lain.

Sesuai *Agency theory* memprediksi adanya hubungan negatif antara *leverage* dan *cash holdings*. Ferreira dan Vilela (2004) berpendapat bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang rendah membuat kurangnya pengawasan dari pihak eksternal sehingga memungkinkan terjadinya diskresi manajerial yang lebih besar saat kas berada pada tingkat yang tinggi para manajer dapat memanfaatkannya untuk mendapatkan keuntungan bagi mereka sendiri.

Opler et.al.(1999) dan Bates et.al (2009) mendokumentasikan hubungan negatif yang terjadi antara *leverage* dan *cash holdings*. Hal serupa juga diungkapkan oleh Ferreira dan Vilela (2004), D'Mello (2005), Afza dan Adnan (2007), Daher (2010). Berdasarkan uraian diatas, maka *leverage* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*.

Koefisien *Return On Assets* sebesar -0.036569 menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan dari profitabilitas terhadap *cash holdings*. Jika profitabilitas meningkat maka *cash holdings* justru mengalami penurunan atau

semakin besar profitabilitas menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat kembalian investasi semakin besar. Profitabilitas yang meningkat, ditunjang dengan kesempatan investasi yang baik, membuat perusahaan tidak menahan kas terlalu banyak. Karena *return* yang diperoleh dari *cash* jauh lebih rendah dibandingkan jika perusahaan melakukan investasi pada proyek dengan NPV positif. Dalam penelitian selama tahun 2009 hingga sampai 2013 *return on total assets* menunjukkan hubungan negatif signifikan terjadi karena dapat disebabkan oleh adanya perubahan-perubahan struktural seperti peraturan pemerintah, perubahan teknologi, atau bahkan dapat juga akuisi dan merger (penggabungan perusahaan), dengan demikian **H4 diterima**.

Ogundipe et.al, (2012) mendapatkan bukti bahwa adanya hubungan negatif signifikan terjadi antara *return on asset* dengan *cash holdings*. Berdasarkan uraian diatas profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. H4: Profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif terhadap *cash holdings* perusahaan manufaktur.

Uji Koefisien Determinan

Secara bersama-sama nilai koefisien determinasi dapat diukur oleh nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0.775255 atau 77.52%, artinya variabel-variabel independen memiliki proporsi pengaruh terhadap *cash holdings* sebesar 77.52% sedangkan sisanya 22.48% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak ada didalam model regresi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah dikemukakan, beberapa kesimpulan yang diperoleh adalah hubungan antara variabel independen dengan *cash holdings* perusahaan manufaktur di Indonesia sangat bervariasi. Berikut ada 2 (dua) kesimpulan dari penelitian yang menggunakan 9 variabel independen sebagai berikut:

1. Variabel *net working capital* secara parsial memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cash holdings*, namun variabel *growth opportunity*, *leverage* dan *return on total assets* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*.
2. Variabel *independen* secara bersama-sama memiliki nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0.775255, artinya variabel-variabel independen memiliki proporsi pengaruh terhadap *cash holdings* sebesar 77.52% sedangkan sisanya 22.48% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak ada didalam model regresi.

Saran

1. Dalam variabel-variabel yang dipakai dalam penelitian ini hanya mampu memberikan penjelasan terhadap *cash holdings* sebesar 77.52%, maka guna melengkapi literatur tentang *cash holdings* yang ada, ada baiknya pada penelitian berikutnya memperbesar cakupan sampel agar dapat melihat secara lebih jelas tren kebijakan *cash holdings* perusahaan.
2. Memperpanjang jangka waktu penelitian dan membaginya menjadi beberapa periode agar hasil yang didapat tidak hanya terpengaruh oleh fenomena tertentu.
3. Selama penelitian awal hingga saat ini penelitian hanya tertuju pada satu sektor usaha, agar memperoleh gambaran yang lebih luas tentang *cash holdings*, dapat di *benchmark* lebih dari satu sektor andalan domestik yang kuat akan domestik demand seperti sektor perbankan, sektor *property*, dsb.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T, dan Adnan, S.M, 2007., "Determinant of Corporate Cash Holdings: A Case Study of Pakistan Proceedings of Singapore Economic Review Conference (SERC) 2007.
- Agus Widarjono, Ph.D., 2010. "Ekonometrika Pengantar & Aplikasinya Disertai Panduan Eviews" Edisi keempat, UPP STIM YKPN.
- Bates, T.W., Kahle, K.M & Stulz, R.M, 2009, Why do US firms hold so much cash than they used to? The journal of Finance. 64.
- Bigelli, M.,& Sanchez-Vidal, F.J., 2010, "*Cash holdings* in Private Firms (Working paper). Bologna, Italy: University of Bologna, Department of Management. Cartagena, tehcnical University of Cartagena, Spain Dpto de Econ. Fimanciera y contabilidad.
- Brigham, E.F.Houston J.F., 2006. "Fundamentals of Financial Management" Buku2 Edisi 10 Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Brigham, E.F.Houston J.F., 2001. "Manajemen Keuangan" Buku 2 Edisi 8 Jakarta, Erlangga.
- Chie-May Suen, 2011. "The Determinants of *Cash holdings*: Evidence from Dutch Listed Firms". Master Thesis-September 23, 2011, Netherlands University of Twente.
- Ferreira, M.A., & Vilela, A.S., 2004. "Why do Firm Hold Cash? Evidence from EMU" Countries. European Finance Management.
- Fitri Dwi Rahayu dan Nadia Asandimitra, 2014. "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Cash Holdings Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Manufaktur", Jurnal Ilmu Manajemen, Vol.2 No.2, April 2014.
- Jensen, Michael C dan William H.Mecking, 1976. Theory of the Firms: "Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". Journal of Financial Economics. Vol.3, No.4. Hal. 305-360.
- Karmir, 2010. "Pengantar Manajemen" Edisi Pertama Jakarta, Kencana.
- Keynes, J.M, 1936., "The General Theory of Emploment, Interest and Money". McMillan:London
- N. Djalal Nachrowi dan Hardius Usman, 2006. "Penggunaan Tehnik Ekonometri: Pendekatan Populer dan Praktis", Lembaga Penerbit FE Universitas Indonesia, Jakarta.
- Opler, T.,Pinkowitz, L.,Stulz, R., & Williamson, R., 1999. "The Determinant and Implications of Corporate *Cash holdings*ss. Journal of Financial Economic, 52.
- Ozkan, A., & Ozkan, N., 2014., "Corporate Cash holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. Journal of Banking & Finance.
- Rabeca Theresia Jinkar, 2013., "Analisa Faktor-faktor Penentu Kebijakan *Cash holdings* Perusahaan Manufaktur di Indonesia" Skripsi FE Universitas Indonesia.
- Salim HS & Budi Sutrisno, 2008., "Hukum Investasi di Indonesia".Penerbit PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Sugiyono, 2012, "Metode Penelitian Asosiatif, Kuantitatif, Kualitatif dan R&D", Alfabeta, Bandung.
- Sunday E. Ogundipe, Rafiu o.Salawu, dan Lawrencia O.Ogundipe. 2012., "The Determinants of Corporate *Cash holdings*ss in Negeria": Evidence from General Method of Moments (GMM) 2012.
- William Syarief Fauzi, 2013., "Analisis Pengaruh Growth Opportunity, *Net working capital*, dan Cash Conversion Cycle Terhadap *Cash holdings*ss Perusahaan Sektor Pertambangan", Jurnal Ekonomi dan Keuangan Vol.I No.2 Januari 2013.

- Wing Wahyu Winarno, 2011, Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews” edisi 3, STIM YKPN, Yogyakarta.
- Yessica Tria Christina dan Erni Ekawati, 2014., “Exces *Cash holdings* dan Kepemilikan Institusional Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI”: Jurnal Manajemen Strategi Bisnis dan Kewirausahaan Vol.8 No.1, Februari 2014.

