

Faktor Penentu *Corporate Cash Holding* Perusahaan Manufaktur Di Bei

Calvina dan Ignatius Roni Setyawan

Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara, Jakarta

Email: calvina.115150076@stu.untar.ac.id

Abstract: *The purpose of this study is examined corporate cash holding determinants of manufacturing firms in Indonesia Stock Exchange for the period 2015-2017. Factors identified in the literature that determine corporate cash holding, including growth opportunity, leverage, cash flow volatility, capital expenditure, and corporate governance, are examined in this study. The samples included 81 manufacturing companies was selected using the purposive sampling technique. Generalized Least Square estimation based on fixed effect model were applied to test the hypothesis. Leverage and capital expenditure are found to have negative and significant impact toward corporate cash holding. While growth opportunity, cash flow volatility, and corporate governance with board independence as its proxy is found to have positive and significant impact to corporate cash holding.*

Keywords: *Cash holding, growth opportunity, leverage, cash flow volatility, corporate governance.*

Abstrak: Tujuan dari penelitian ini adalah menguji faktor penentu *corporate cash holding* perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2017. Faktor yang diidentifikasi dalam literatur yang menentukan *cash holding* perusahaan termasuk *growth opportunity, leverage, cash flow volatility, capital expenditure, dan corporate governance* diuji dalam penelitian ini. Sampel penelitian termasuk 81 perusahaan manufaktur dipilih berdasarkan teknik *purposive sampling*. Estimasi *Generalized Least Square* berdasarkan model *fixed effect* diterapkan untuk menguji hipotesis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* dan *capital expenditure* berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap *corporate cash holding*. Serta *growth opportunity, cash flow volatility, dan corporate governance* dengan pengukuran *board independence* berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap *cash holding*.

Kata kunci: Kepemilikan kas, peluang pertumbuhan, *leverage*, volatilitas arus kas, tata kelola perusahaan.

LATAR BELAKANG

Dalam beberapa tahun terakhir, peran *Chief Financial Officer* (CFO) berkembang pesat dan telah berkembang melampaui fungsi pengendalian tradisional. Di antara berbagai prioritas, manajemen likuiditas merupakan agenda utama dari para CFO (Florackis dan Sainani, 2018). Hasil survei terhadap CFO perusahaan dari 29 negara menunjukkan bahwa $\frac{3}{4}$ fungsi keuangan yang dianggap paling berkontribusi terhadap penciptaan nilai perusahaan merupakan aktivitas yang berkaitan dengan manajemen likuiditas (Lins et al., 2010). *Cash holding* dianggap sebagai cara yang paling umum bagi sebuah perusahaan untuk mengungkapkan likuiditas (Almeida, Campello, Cunha, dan Weisbach, 2014). Mayoritas CFO perusahaan Indonesia setuju akan pentingnya menjaga *cash holding* perusahaan pada level optimal (Powell, 2018).

Kas sebagai aset perusahaan yang paling likuid memiliki biaya dan keuntungan tertentu bagi perusahaan yang memegangnya. Beberapa keuntungan dari memegang kas antara lain: 1) untuk menghindari kemungkinan terjadinya kekurangan kas dan mengurangi ketidakpastian arus kas menurut motif berjaga-jaga; 2) untuk pengeluaran operasional perusahaan menurut motif transaksi; 3) untuk mencegah biaya *underinvestment* (Martinez-Sola, Garcia-Teruel, dan Martinez Solano, 2013).

Likuiditas perusahaan juga dapat mengurangi kemungkinan munculnya biaya kesulitan keuangan jika operasional perusahaan tidak mampu menghasilkan arus kas yang memadai untuk memenuhi kewajiban jatuh tempo (Faulkender dan Wang, 2006).

Memegang kas juga memiliki biaya yaitu *opportunity cost*. Biaya peluang ini muncul ketika perusahaan dihadapkan situasi di mana terdapatnya aset dan peluang investasi yang bernilai. Aset likuid menghasilkan tingkat pengembalian yang relatif lebih rendah dibandingkan dengan investasi lain pada tingkat risiko yang sama, terutama ketika perusahaan melepaskan investasi yang menguntungkan untuk memegang kas pada tingkat tertentu (Myers dan Majluf, 1984). Memegang terlalu banyak kas dapat meningkatkan biaya peluang, sedangkan memegang terlalu sedikit kas dapat menyebabkan kekurangan pendanaan yang merugikan investasi (Wang, Ji, Chen, dan Song, 2014; Ye, 2018).

Terdapat tiga model teori yang menjelaskan tingkat kepemilikan kas perusahaan, pertama, *trade off model* mengidentifikasi bahwa kas berada di tingkat optimum ketika biaya marjinal sama dengan keuntungan marjinal dari memegang kas. Kedua, *pecking order theory* menyatakan bahwa kas digunakan untuk mengurangi biaya asimetri informasi dan biaya sumber pendanaan lain. Teori ini juga mengatakan bahwa perusahaan tidak memiliki target tingkat kepemilikan kas tertentu, namun kas digunakan sebagai *buffer* antara *retained earnings* dan kebutuhan investasi. Ketiga, *free cash flow theory* menjelaskan kas memberikan kebebasan bagi para manajer untuk investasi proyek yang cenderung lebih menguntungkan bagi kepentingan sendiri namun tidak bagi kepentingan para pemegang saham (Ferreira dan Vilela, 2004).

Beberapa penelitian terdahulu menemukan faktor-faktor yang mempengaruhi *cash holding* perusahaan. Faktor-faktor tersebut antara lain *growth opportunities*, *firm's size*, *cash flow volatility*, *leverage*, *net working capital*, *capital expenditure*, *R&D expenditure*, *profitability*, *dividend*, dan *corporate governance*.

Peneliti menemukan bahwa pada periode 2015-2017, rata-rata tingkat kas terhadap total aset (*cash ratio*) pada perusahaan manufaktur Bursa Efek Indonesia (BEI) cukup bervariasi antarsubsektor. Adanya tingkat *cash ratio* yang bervariasi maka variabel *cash holding* ini menarik untuk diteliti lebih lanjut. Peneliti ingin mengetahui berapa tingkat kas yang dimiliki perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI serta faktor-faktor yang berpotensi untuk menentukan tingkat kas tersebut.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris pengaruh variabel *growth opportunity*, *leverage*, *cash flow volatility*, *capital expenditure*, dan *corporate governance* terhadap variabel *cash holding*. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya terletak pada model regresi, yaitu pada penelitian ini menggunakan estimasi *Generalized Least Square* (GLS) berdasarkan model *fixed effect* dan langsung melakukan kontrol terhadap masalah heteroskedastisitas, serta penelitian ini juga menampilkan persamaan regresi masing-masing perusahaan agar dapat memberikan estimasi yang lebih jelas.

KAJIAN TEORI

Trade-Off Theory. Teori *trade off* menyatakan tingkat kas perusahaan optimal dengan menyeimbangkan biaya marjinal dan keuntungan marjinal dari memegang kas (Ferreira dan Vilela, 2004). Terdapat dua biaya dari memegang kas, yaitu 1) jika manajer memaksimalkan

kekayaan pemegang saham maka muncul biaya *cost of carry*, rendahnya tingkat pengembalian terhadap investasi lain pada tingkat risiko yang sama; 2) jika manajer tidak memaksimumkan kekayaan pemegang saham akan muncul biaya dari memegang kas yaitu pemborosan belanja modal dan akuisisi (Dittmar, Mahrt-Smith, dan Servaes, 2003).

Sedangkan, keuntungan memegang kas timbul dari dua motif, 1) menurut motif transaksi, perusahaan memegang banyak kas ketika biaya perolehan dan biaya peluang dari kekurangan kas lebih tinggi; 2) menurut motif berjaga-jaga, perusahaan memegang kas untuk mencegah adanya *undervalued* surat berharga ketika perusahaan membutuhkan dana (Dittmar *et al.*, 2003).

Pecking Order Model/Financing Hierarchy Model. Teori ini mengatakan bahwa tidak adanya tingkat kas yang optimal, seperti halnya tidak ada tingkat hutang yang optimal (Opler *et al.*, 1999 ; Dittmar *et al.*, 2003). Menurut teori ini, *leverage* perusahaan yang didefinisikan sebagai penggunaan *net debt* berbanding terbalik dengan perubahan sumber dana internal perusahaan. Ketika perusahaan mengumpulkan sumber dana internal maka *leverage* turun. Ketika perusahaan mempertahankan surplus sumber dana internal berarti perusahaan mengumpulkan kas dan membayar hutang jatuh tempo. Sebaliknya sumber dana internal mengalami defisit, berarti perusahaan menurunkan kepemilikan kas dan meningkatkan hutang. Dengan pandangan ini, perubahan sumber daya internal merupakan penentu perubahan kepemilikan kas, baik penggunaan sumber daya internal tersebut untuk mengumpulkan kas atau untuk membayar hutang (Opler *et al.*, 1999).

Free Cash Flow Theory/Agency Cost Theory. Selama masih ada biaya untuk memegang kas, maka perusahaan yang biasanya mengumpulkan kas pada tingkat tertentu akan kelebihan jumlah kas, dan menurut para pemegang saham akan lebih baik apabila kas tersebut digunakan untuk membayar dividen tambahan atau untuk membeli kembali saham-saham. *Free cash flow* prediksi bahwa perusahaan akan meningkatkan investasi daripada mengembalikan kas kepada para pemegang saham. Menurut teori agensi, perusahaan yang lebih mementingkan kewenangan manajerial cenderung memegang lebih banyak aset likuid daripada yang dibutuhkan untuk memaksimumkan kekayaan pemegang saham. Kewenangan manajerial dapat memicu timbulnya biaya agensi. (Opler *et al.*, 1999).

Hubungan Antara Variabel

Growth Opportunity dan Cash Holding. Menurut *trade off theory*, terdapat hubungan positif antara *growth opportunity* dan *cash holding*. Perusahaan dengan *growth opportunities* yang bagus diperkirakan akan memiliki biaya bangkrut yang lebih tinggi (Ozkan dan Ozkan, 2004). *Pecking order theory* juga memprediksi adanya hubungan positif antara kedua variabel. Perusahaan dengan *growth opportunities* yang tinggi akan memiliki tingkat kas yang tinggi untuk menghindari risiko kekurangan kas dan risiko *financial distress* (Wasiuzzaman, 2014). Sebaliknya, *agency theory* memprediksi adanya hubungan negatif antara kedua variabel tersebut. Dari perspektif agensi, manajer cenderung mencadangkan kas yang tinggi bahkan pada saat manajer tidak memiliki peluang investasi yang menguntungkan (Shah, 2011).

Leverage dan Cash Holding. *Trade off theory* menyatakan adanya hubungan yang positif antara *leverage* dan *cash holding*. Sebuah perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi seharusnya mempertahankan aset likuid pada tingkat yang tinggi, karena *leverage* meningkatkan kemungkinan dari *financial distress* (Ozkan dan Ozkan, 2004; Shah, 2011). Menurut *pecking order theory* menyatakan dana yang digunakan untuk investasi likuiditas meningkat seiring dengan meningkatnya rasio pendanaan hutang, yang akan menyebabkan

pengurangan *cash holding* dengan meningkatnya hutang dalam struktur modal. Sehingga diprediksi adanya hubungan negatif antara *cash holding* perusahaan dengan *leverage*. *Agency theory* menyatakan bahwa manajer cenderung memegang lebih banyak kas yang mana merupakan investasi yang aman ketika perusahaan *less levered* (Wasiuzzaman, 2014).

Cash Flow Volatility dan Cash Holding. *Trade off theory* berargumen bahwa adanya hubungan yang positif antara ketidakpastian arus kas dan *cash holdings*. Arus kas yang volatil mengimplikasikan adanya kemungkinan kekurangan kas di masa depan, serta perusahaan dengan tingkat volatilitas arus kas yang tinggi akan memegang tingkat kas yang tinggi untuk mengantisipasi kekurangan arus kas di masa depan (Ozkan dan Ozkan, 2004). Namun dari perspektif *pecking order*, hubungan antara kedua variabel tidak jelas. Variabilitas arus kas merupakan indikasi dari biaya *financial distress* yang dapat muncul, perusahaan yang sedang mengalami kesulitan keuangan dapat meningkatkan kepemilikan kas untuk mengurangi risiko *default*, maka perusahaan tersebut cenderung memiliki likuiditas yang kecil. Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan berarti perusahaan tidak mampu membayar komitmen pembayaran, sehingga secara logika, perusahaan yang kesulitan keuangan tidak akan memiliki kapasitas untuk mengumpulkan kas. (Wasiuzzaman, 2014).

Capital Expenditure dan Cash Holding. *Static tradeoff theory* menjelaskan bahwa perusahaan dengan *capital expenditures* yang banyak memiliki lebih banyak aset likuid. Hubungan positif ini dapat terjadi karena sebuah perusahaan membutuhkan lebih banyak aset yang likuid seperti kas untuk dapat memenuhi kebutuhan dari pengeluaran modal (Opler *et al.*, 1999). Sebaliknya, menurut *pecking order theory* terdapat hubungan negatif antar kedua variabel tersebut. Perusahaan dengan tingkat pengeluaran modal yang tinggi akan menggunakan kas untuk tujuan tersebut serta akan memiliki lebih sedikit sumber daya dan mengurangi pengumpulan kas (Wasiuzzaman, 2014).

Corporate Governance dan Cash Holding . (Harford, Mansi, dan Maxwell, 2008) menemukan bahwa perusahaan dengan struktur tata kelola yang lemah cenderung tidak banyak memegang kas. Sedangkan (Roy, 2018) menemukan bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang kuat cenderung mengurangi saldo kas. Menurut (Khancel, 2007), kuat lemahnya tata kelola perusahaan dapat ditentukan oleh *board independence* dan *board size*. Jika jumlah direktur independen minimal sepertiga dan jumlah direktur rata-rata sepuluh, maka tata kelola perusahaan baik atau kuat (Osei, 2014).

Penelitian Relevan. (Wasiuzzaman, 2014) meneliti berbagai faktor yang menjelaskan perusahaan memegang kas dengan perusahaan yang tercatat di Bursa Malaysia sebagai subjek penelitian. Peneliti menemukan perusahaan dengan *growth opportunities* yang tinggi, *cash flow* yang tinggi, *capital and R&D expenditures* rendah, *leverage* rendah, serta yang membayar dividen cenderung memegang lebih banyak kas. Perusahaan dengan karakteristik perusahaan berlawanan dengan yang telah disebutkan memegang lebih sedikit kas. Ukuran perusahaan dan *board size* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Sedangkan *board independence* memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan *cash holding*.

(Guizani, 2017) melakukan penelitian determinan *cash holding* dengan mengambil perusahaan Saudi sebagai sampel pada periode 2006-2014. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage*, *firm size*, *capital expenditure*, *net working capital*, dan *cash flow volatility* merupakan faktor utama penentu *corporate cash holding*. Variabel independen yang memiliki hubungan negatif dengan variabel *cash holding* diantaranya *leverage*, *capital expenditure*, *net working capital*. Sedangkan variabel *cash flow volatility*, *dividend*, dan *profitability* ditemukan memiliki hubungan positif dengan *cash holding* perusahaan.

(Harford *et al.*, 2008) meneliti bagaimana *corporate governance* berpengaruh terhadap tingkat *cash holdings* perusahaan. Hasil penelitian menjelaskan *weaker corporate governance* (tata kelola perusahaan yang lemah) memiliki cadangan kas yang lebih kecil. Ketika membagikan kas kepada para pemegang saham, perusahaan dengan struktur kelola yang lemah memilih untuk meningkatkan dividen, menghindari *future payout commitments* (komitmen pembayaran di masa depan).

Kerangka Pemikiran. Variabel *growth opportunity* memiliki pengaruh yang positif terhadap *cash holding*. Perusahaan dengan tingkat *growth opportunity* yang cenderung memegang kas lebih tinggi untuk menghindari kekurangan kas ketika kas dibutuhkan serta untuk menghindari risiko perusahaan mengalami *financial distress*.

H1: *Growth opportunity* berpengaruh positif terhadap *corporate cash holding*

Leverage memiliki pengaruh yang negatif terhadap *cash holding*. Dengan meningkatnya nilai hutang pada struktur modal perusahaan maka kepemilikan kas dapat berkurang. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi akan menghadapi biaya yang tinggi apabila investasi dalam aset likuid.

H2: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *corporate cash holding*

Semakin besar volatilitas arus kas maka mencerminkan bahwa pada masa yang akan datang perusahaan memiliki kemungkinan kekurangan kas. Sehingga diprediksi *cash flow volatility* memiliki pengaruh yang positif terhadap *corporate cash holding*.

H3: *Cash flow volatility* berpengaruh negatif terhadap *corporate cash holding*

Perusahaan dengan tingkat pembelanjaan modal yang tinggi tidak dapat mengumpulkan terlalu banyak kas. Karena pembelanjaan tersebut ditujukan untuk menghasilkan aset yang meningkatkan hutang perusahaan sehingga kebutuhan untuk pengumpulan kas menjadi berkurang. Variabel *capital expenditure* berpengaruh negatif terhadap *corporate cash holding*.

H4: *Capital expenditure* berpengaruh negatif terhadap *corporate cash holding*

Struktur tata kelola perusahaan memiliki pengaruh terhadap *corporate cash holding*. Tata kelola yang lemah atau *weaker corporate governance* memiliki cadangan kas yang lebih kecil karena adanya pembelanjaan arus kas sesuai dengan kebijakan masing-masing perusahaan serta untuk memitigasi risiko adanya masalah agensi jika cadangan kas berlebihan.

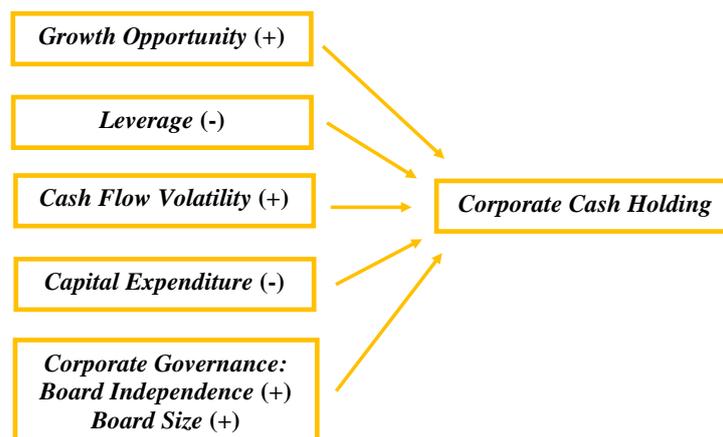
H5a: *Corporate governance* dengan menggunakan proksi *board independence* berpengaruh positif terhadap *corporate cash holding*

H5b: *Corporate governance* dengan menggunakan proksi *board size* berpengaruh positif terhadap *corporate cash holding*

METODOLOGI

Subjek penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur di BEI dan periode penelitian dari tahun 2015 hingga 2017. Teknik pemilihan sampel yang digunakan merupakan *purposive sampling* dengan kriteria, sebagai berikut: 1) terdaftar dan tercatat dalam BEI; 2) terdaftar minimal sejak tahun 2011 hingga tahun 2017; 3) memiliki laporan keuangan yang diaudit periode 2011 s/d 2017; 4) menyajikan laporan keuangan dalam satuan mata uang Rupiah.

Dari teknik sampling yang diterapkan, diperoleh jumlah sampel sebanyak 81 perusahaan dengan 3 tahun periode (2015-2017) sehingga menghasilkan 243 observasi penelitian.



Gambar 1. Model Penelitian

Penelitian ini meneliti objek mengenai kepemilikan kas perusahaan (*corporate cash holding*) yang dipengaruhi oleh beberapa variabel independen diantaranya *growth opportunity*, *leverage*, *cash flow volatility*, *capital expenditure*, dan *corporate governance* yang diukur dengan *board independence* dan *board size*.

Operasionalisasi masing-masing variabel dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel

Variabel	Ukuran	Skala	Acuan
<i>Cash Holding</i>	$\frac{\text{Total CE}}{\text{TA} - \text{Total CE}}$	Rasio	(Guizani, 2017)
<i>Growth Opportunity</i>	$\frac{\text{BV of TA} - \text{BV of Equity} + \text{MVE}}{\text{BV of TA}}$	Rasio	(Wasiuzzaman, 2014)
<i>Leverage</i>	$\frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$	Rasio	(Chang dan Wang, 2014)
<i>Cash Flow Volatility</i>	$\frac{\text{Std of Annual OCF (5 years)}}{\text{Average TA (5 years)}}$	Rasio	(Wasiuzzaman, 2014; Ozkan dan Ozkan, 2004)
<i>Capital Expenditure</i>	$\frac{\text{NFA}}{\text{TA}}$	Rasio	(Arfan <i>et al.</i> , 2017)
<i>Corporate Governance</i>	$BS = \frac{\text{Total Directors}}{\text{Log TA}}$	Rasio	(Harford, Mansi, dan Maxwell, 2008)
	$BI = \frac{\text{Independent Directors}}{\text{Total Directors}}$		

Uji statistik yang akan digunakan pada riset ini terdiri dari uji asumsi klasik yang terdiri dari normalitas dan multikolinearitas; uji t dan F untuk pengujian hipotesis; serta uji koefisien determinasi.

HASIL UJI STATISTIK

Uji Normalitas. Untuk menguji normalitas maka dapat melihat nilai dari Jarque-Bera (JB). Jika nilai probabilitas dari JB melebihi tingkat signifikansi pada penelitian ini sebesar 5%, maka data terdistribusi secara normal. Bila kurang dari 5%, maka data tidak terdistribusi secara normal. Hasil pengujian pada Tabel 2 didapatkan bahwa data penelitian ini tidak terdistribusi secara normal berhubung nilai probabilitas $JB = 0.000000 < \alpha = 5\%$. Hal ini tidak menjadi masalah karena jumlah observasi dalam penelitian ini lebih dari 100 yakni sebanyak 243, sehingga uji normalitas dapat ditolerir.

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas

Parameter	CH?	GO?	LEV?	CFV?	CAPEX?	BI?	BS?
Jarque-Bera	4469.770	92414.47	8.320732	7866.648	14.00233	67.44959	131.3512
Probability	0.000000	0.000000	0.015602	0.000000	0.000911	0.000000	0.000000

Uji Multikolinearitas. Kriteria yang digunakan dalam pengujian multikolinearitas, jika nilai korelasi antarvariabel bebas yang telah diuji < 0.8 maka penelitian ini bebas dari masalah multikolinearitas. Nilai korelasi antarvariabel bebas dari Tabel 3 kurang dari 0.8 sehingga disimpulkan bahwa sampel penelitian ini bebas dari masalah multikolinearitas.

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas

	GO	LEV	CFV	CAPEX	BI	BS
GO	1.000000	0.012226	0.127362	-0.053242	-0.135987	0.114998
LEV	0.012226	1.000000	0.175918	0.192262	0.028946	-0.132280
CFV	0.127362	0.175918	1.000000	-0.095452	-0.054979	-0.101320
CAPEX	-0.053242	0.192262	-0.095452	1.000000	0.179557	0.023673
BI	-0.135987	0.028946	-0.054979	0.179557	1.000000	-0.113618
BS	0.114998	-0.132280	-0.101320	0.023673	-0.113618	1.000000

Uji t dan F. Uji Anova (F) bertujuan untuk melihat secara keseluruhan pengaruh kelima variabel independen dalam menentukan tingkat *cash holding* perusahaan. Secara bersama-sama pada Tabel 4, nilai probabilitas (F-Stat) $0.000000 < \text{tingkat signifikansi } 5\%$. Hal ini menunjukkan pengaruh signifikan dari kesemua variabel bebas secara simultan terhadap tingkat *cash holding* perusahaan.

Uji t dilakukan untuk melihat pengaruh *growth opportunity*, *leverage*, *cash flow volatility*, *capital expenditure*, dan *corporate governance* (dengan proksi *board independence* dan *board size*) perusahaan secara parsial terhadap *cash holding*.

Dari Tabel 4, terlihat bahwa semua variabel independen selain variabel *corporate governance* yang diukur dengan *board size* berpengaruh signifikan terhadap variabel *corporate cash holding*.

Tabel 4. Hasil Uji Hipotesis

Variabel	Hipotesis	Koefisien	Prob.	Hasil	Kesimpulan
GO	+	0.001005	0.0000	+	Signifikan
LEV	-	-0.092839	0.0000	-	Signifikan
CFV	+	0.114427	0.0042	+	Signifikan
CAPEX	-	-0.831820	0.0000	-	Signifikan
CG(BI)	+	0.310810	0.0000	+	Signifikan
CG(BS)	+	0.001914	0.8240	+	Tidak Signifikan
N	243				
<i>Adjusted R-squared</i>	0.929586				
Durbin-Watson stat	2.191951				
Prob (F-Stat)	0.000000				

Sumber: Hasil Pengolahan EViews 3 & 9

Uji Koefisien Determinasi. Hasil *Adjusted R-squared* pada model regresi menunjukkan koefisien determinasi sebesar 0.929586, angka tersebut menjelaskan variabel dependen yaitu *corporate cash holding* dapat dijelaskan oleh variabel independen *growth opportunity*, *leverage*, *cash flow volatility*, *capital expenditure*, dan *corporate governance* yang diukur dengan *board independence* sebesar 92.9586% ($0.929586 \times 100\%$). Sedangkan sisanya 7.0414% ($100\% - 92.9586\%$) dijelaskan oleh variasi variabel lain di luar penelitian ini.

DISKUSI

Dari hasil pengolahan data, ditemukannya pengaruh yang signifikan dari variabel *growth opportunities* terhadap *cash holding* perusahaan, serta arah positif yang dihasilkan sesuai dengan yang telah dirumuskan. Peneliti menjelaskan bahwa terdapat pengaruh positif variabel *growth opportunities* terhadap tingkat *cash holding* perusahaan bahwasannya karena perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang tinggi akan susah untuk menghindari kesulitan keuangan (Ozkan dan Ozkan, 2004) dan untuk menghindari kekurangan kas ketika dibutuhkan (Wasiuzzaman, 2014) sehingga perusahaan dengan kondisi tersebut cenderung memegang lebih banyak kas.

Variabel *leverage* diprediksi berpengaruh signifikan terhadap *corporate cash holding* perusahaan manufaktur di BEI. Hubungan negatif ini terlihat bahwa *leverage* dipandang sebagai substitusi dari memegang kas karena *leverage* dianggap sebagai pengukuran kemampuan perusahaan untuk menerbitkan utang. Perusahaan yang terlalu menitikberatkan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan utama, cenderung memegang lebih sedikit kas. Sejalan dengan teori *pecking order* dan motif transaksi dari memegang kas bahwa perusahaan dengan *leverage* yang tinggi akan membayar biaya yang lebih mahal ketika berinvestasi dalam aset likuid dan karenanya harus mengurangi kepemilikan kas. Pengaruh negatif ini juga

dibuktikan oleh teori agensi. Teori agensi menjelaskan manajer cenderung memegang lebih banyak kas karena diasumsi kas merupakan investasi yang paling aman. Manajer akan lebih senang memegang kas untuk investasi pada proyek lain daripada memberikan dividen kepada para pemegang saham.

Peneliti menemukan adanya pengaruh positif dari variabel *cash flow volatility* terhadap *cash holding* perusahaan. Hasil ini sesuai dengan teori *trade off* bahwa terdapat pengaruh positif volatilitas arus kas terhadap *cash holding* perusahaan. Arus kas yang volatil mencerminkan adanya ketidakpastian keuangan di masa depan, perusahaan dengan volatilitas arus kas yang tinggi akan memegang lebih banyak kas untuk mengantisipasi kekurangan keuangan pada masa depan.

Dengan tingkat keyakinan 95%, variabel *capital expenditure* ditemukan memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan. Pengaruh negatif ini searah dengan prediksi dari *pecking order theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan akan menggunakan kas yang dimiliki untuk membiaya pengeluaran modal. Sehingga perusahaan dengan tingkat pengeluaran modal yang tinggi, cenderung dibiayai dengan kas, dan oleh karena itu kemampuan perusahaan untuk mengumpulkan kas juga berkurang. *Capital expenditures* seringkali digunakan untuk menghasilkan aset yang dapat dijadikan sebagai jaminan, sehingga tingkat *capital expenditure* yang tinggi mengkonsumsi lebih banyak kas. Ilustrasi tersebut mencerminkan adanya pengaruh negatif variabel *capital expenditure* terhadap *corporate cash holdings*.

Variabel *corporate governance* dengan pengukuran *board independence* berpengaruh positif terhadap *cash holding*. Perusahaan dengan direksi independen yang lebih banyak akan memegang lebih banyak kas. Kecenderungan untuk memegang lebih banyak kas dikarenakan demi kegiatan operasional perusahaan. *Board independence* menyediakan proteksi pemegang saham yang lebih baik, dengan demikian mengurangi biaya agensi dari memegang kas. Sedangkan variabel *corporate governance* yang diukur dengan *board size* ditemukan tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Hasil penelitian sesuai dengan penemuan dari (Harford *et al.*, 2008) yang mengatakan bahwa *board size* dan *board independence* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. (Wasiuzzaman, 2014) juga menemukan tidak adanya pengaruh signifikan *board size* terhadap *corporate cash holding*.

PENUTUP

Berdasarkan hasil uji statistik dan pengujian hipotesis yang dilakukan, maka peneliti menyimpulkan beberapa hal sebagai berikut. (1) *Growth opportunities*, *leverage*, *cash flow volatility*, *capital expenditure*, dan *corporate governance* yang diukur dengan *board independence* dan *board size* secara bersama-sama menunjukkan pengaruh signifikan terhadap *cash holding* perusahaan dengan tingkat signifikansi 5%. (2) *Growth opportunity* berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan dengan tingkat signifikansi 5%. (3) *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan dengan tingkat signifikansi 5%. (4) *Cash flow volatility* berpengaruh secara signifikan namun tidak berpengaruh negatif terhadap *cash holding* perusahaan dengan tingkat signifikansi 5%. (5) *Capital expenditure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan pada kedua model regresi dengan tingkat signifikansi 5%. (6) *Corporate governance* dengan proksi *board independence* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holding* dengan tingkat signifikansi 5%, sedangkan *corporate governance* dengan proksi *board size* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding* dengan tingkat signifikansi 5%.

Berkaitan dengan hasil penelitian ini, maka peneliti akan memberikan beberapa saran yang sekiranya dapat bermanfaat bagi peneliti lain, yaitu sebagai berikut. (1) Bagi peneliti lain, disarankan agar pemilihan subjek penelitian tidak hanya terbatas pada satu sektor perusahaan

saja, sehingga dapat memperkuat dan melengkapi penelitian sebelumnya, serta disarankan agar meneliti variabel independen selain dari yang telah dibuktikan berpengaruh signifikan dalam penelitian ini. (2) Bagi peneliti lain, disarankan agar jika ingin menggunakan variabel independen *cash flow volatility* sebaiknya memperhatikan persyaratan dari proksi terlebih dahulu, kemudian mengumpulkan data yang dapat digunakan sebagai sampel supaya jumlah observasi semakin banyak dan dapat lebih menjelaskan karakteristik dari populasi. (3) Bagi peneliti lain, disarankan agar memisahkan variabel *corporate governance* dan variabel independen lainnya dalam menentukan tingkat *cash holding* perusahaan. Berhubungan konteks variabel *corporate governance* sendiri sangat luas dan sangat banyak pengukurannya.

DAFTAR PUSTAKA

- Almeida, H., Campello, M., Cunha, I., and Weisbach, M. S. (2014). Corporate liquidity management: A conceptual framework and survey. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 6(1), 135-162.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., and Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111-133.
- Faulkender, M., and Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Ferreira, M. A., and Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Florackis, C., and Sainani, S. (2018). How do chief financial officers influence corporate cash policies?. *Journal of Corporate Finance*, 52, 168-191.
- Guizani, M. (2017). The financial determinants of corporate cash holdings in an oil rich country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 133-143.
- Harford, J., Mansi, S. A., and Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.
- Khanchel, I. (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis. *Managerial Auditing Journal*, 22(8), 740-760.
- Lins, K. V., Servaes, H., and Tufano, P. (2010). What drives corporate liquidity? An international survey of cash holdings and lines of credit. *Journal of financial economics*, 98(1), 160-176.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., and Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
- Myers, S. C., and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Osei, E. (2014). A WINNING GOVERNANCE STRUCTURE: Basic components of a corporate governance structure that supports a winning corporate strategy and enterprise value enhancement.
- Ozkan, A., and Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134.
- Powell, G. E. (2018). THE FINANCIAL DETERMINANTS OF CORPORATE CASH HOLDINGS FOR INDONESIAN FIRMS. *Academy of Accounting & Financial Studies Journal*, 22(1).
- Roy, A. (2018). Corporate Governance and Cash Holdings in Indian Firms. In *Governance and Regulations' Contemporary Issues* (pp. 93-119). Emerald Publishing Limited.
- Shah, A. (2011). The corporate cash holdings: Determinants and implications.

- Wasiuzzaman, S. (2014). Analysis of corporate cash holdings of firms in Malaysia. *Journal of Asia Business Studies*, 8(2), 118-135.
- Wang, Y., Ji, Y., Chen, X., and Song, C. (2014). Inflation, operating cycle, and cash holdings. *China Journal of Accounting Research*, 7(4), 263-276.
- Ye, Y. (2018). A Literature Review on the Cash Holding Issues. *Modern Economy*, 9(06), 1054.