

Iis Wahyuni<sup>1</sup>, Soeratno<sup>2</sup>, Suyanto<sup>3</sup>  
wahyuniis69@yahoo.co.id

Sekolah Tinggi Ekonomi Kesatuan Bogor<sup>1</sup>  
Universitas Pancasila<sup>2</sup>  
Univesitas IPWI Jakarta<sup>3</sup>

## ABSTRACT

*This research aim to analyze the determinants of cash holdings and the excess value on manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange 2011-2015 period. Model research analysis using Structural Equation Modeling (SEM). The independent variables are firm size, leverage, cash flow, net working capital and growth equity. And the dependent variable is the excess cash holdings and value. This study uses panel data from 320 observational data of companies that have been listed in the Indonesia Stock Exchange in the period 2011-2015. The results showed that 1) cash flow, net working capital have significant effect on cash holdings. 2) leverage, firm size, growth equity doesn't have significant effect on cash holdings. 3) cash holdings have significant effect on the excess value. 4) cash flow, net working capital, leverage doesn't have significant effect on the excess value. 5) firm size, growth equity doesn't have significant effect on the excess value.*

*Keywords : firm size, leverage, cash flow, net working capital, equity growth, cash holdings, excess value*

Submitted:  
JANUARI 2017

Accepted:  
APRIL 2017

## I. Pendahuluan

Pada beberapa tahun terakhir ini, manajemen *cash holding* menjadi perhatian beberapa peneliti. *Cash holding* merupakan rasio kas dan setara kas dibagi dengan aktiva bersih. Aktiva bersih yang dimaksud adalah total aktiva dikurangi dengan kas dan setara kas. Kenaikan tingkat *cash holdings* yang tinggi terjadi di perusahaan-perusahaan di negara-negara di dunia seperti Amerika Serikat dan Eropa serta negara-negara Asia juga mengalami peningkatan yang cukup tajam, dimana *cash holding* di tahun 1996 sebesar 6,6% meningkat 12,1% di tahun 2006.

Perkembangan rasio *cash holdings* perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 menunjukkan bahwa adanya gap rasio *cash holdings* antar manajemen perusahaan yang sangat signifikan yaitu antara 0,09% sampai 98,98%. Besar kecilnya *cash holdings* yang ditahan oleh perusahaan bukan isu yang relevan karena tergantung pada karakteristik perusahaan dan manajemen, isu yang relevan adalah apakah *cash holdings* yang ditahan perusahaan merupakan tingkat *cash holdings* yang optimal, artinya sesuai dengan kebutuhan perusahaan.

Penelitian sebelumnya menemukan bahwa *Firm size* berhubungan negatif terhadap *cash holding* (Opler *et al.*, 1999). Perusahaan-perusahaan kecil menghadapi kesulitan dalam mengakses ke pasar modal dikarenakan biasanya mereka tergolong sebagai perusahaan baru, kurang dikenal sehingga lebih rentan terhadap ketidaksempurnaan pasar modal. Oleh karena itu, perusahaan besar tidak mengumpulkan kas dalam jumlah yang besar untuk menghindari kurangnya investasi seperti yang dilakukan oleh perusahaan kecil. Hasil penelitian yang sama ditunjukkan oleh Ferreira dan Vilela (2004), Bigelli dan Vidal (2009), Bates *et al.* (2009), Faulkender (2002), Daher (2010),

Kim *et al.* (2011), Gill dan Shah (2012), Ogundipe *et al.* (2012). Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Afza dan Adnan (2007), Jinkar (2013) dan Abdillah dan Kusumastuti (2014).

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. Hasil penelitian menunjukkan bahwa biaya penerbitan hutang lebih tinggi dibandingkan dengan biaya memegang kas. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi hutang dan meningkatkan saldo kas yang dimilikinya, sehingga *leverage* memiliki hubungan negatif terhadap *cash holding*. Hal serupa juga diungkapkan oleh Opler *et al.* (1999), Bates *et al.* (2009) Ferreira dan Vilela (2007), Daher (2010), Jinkar (2013), Afta & Adnan (2013), Kim (2011), Abdillah dan Kusumastuti (2014). Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Ogundipe *et al.* (2012) dan Faulkender (2002), Gill & Shah (2012) dan Marfuah & Zulhimi (2013).

Berdasarkan *trade-off theory*, terdapat hubungan negatif antara *net working capital* dan *cash holding*. Menurut Ogundipe *et al.* (2012), modal kerja bersih dapat dipakai sebagai substitusi kas perusahaan. Hal ini dikarenakan kemudahan dalam merubah bentuknya ke dalam bentuk kas ketika sewaktu-waktu perusahaan memerlukannya. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh Opler *et al.* (1999), Bates *et al.* (2009) Ferreira dan Vilela (2007), Daher (2010) dan Abdillah dan Kusumastuti (2014). Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Gill & Shah (2012) dan Jinkar (2013).

Berdasarkan uraian di atas, terdapat ketidakkonsistenan dari hasil penelitian terdahulu. Penelitian terkait dengan *cash holdings* telah banyak dilakukan. Namun, hal yang menjadi fokus kebanyakan penelitian adalah faktor-faktor apa saja yang berpengaruh terhadap *cash holdings* perusahaan. Oleh karena itu, pada penelitian ini, selain faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *cash holdings*, peneliti juga akan menyoroti dampaknya dari perspektif *profitabilitas* terkait kepemilikan *cash holdings* dalam konteks perusahaan-perusahaan di Indonesia. yaitu berjudul “**Determinan Cash Holdings dan Excess Value**” (Studi Empiris pada Perusahaan *manufaktur* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode Tahun 2011 - 2015).

## II. Tinjauan Pustaka

### 2.1. Trade-off Theory

Posisi kas yang optimal dihitung dengan menghitung *marginal cost* terhadap kelebihan kas yang ada dan *marginal cost* dari kekurangan kas (Keynes, 1936). Merujuk dari *Trade-off theory*, jika terjadi kelebihan kas, maka ada biaya peluang yang hilang begitu juga sebaliknya.

### 2.2. Motif Cash Holdings

Keynes (1935) dalam Ross *et al.*, (2014) memberikan tambahan teori yang berbeda mengenai motif perusahaan dalam memegang *cash* (uang tunai) yakni:

- 1) Motif transaksi (*transaktion motive*)
- 2) Motif berjaga-jaga (*precautionary motive*)
- 3) Motif Spekulasi (*speculative motive*)
- 4) Motif Saldo Kompensasi (*compensating balance*)

### 2.3 Teori Cash Holding yang Optimal

Menurut Ross *et el* (2014:231) ukuran saldo kas optimal atau target saldo kas (*target cash balance*) melibatkan sebuah pilihan antara biaya kesempatan dari menyimpan kas terlalu banyak (biaya penyimpanan) dan biaya yang muncul karena

menyimpan kas yang terlalu sedikit (biaya kekurangan/ biaya penyesuaian). Kebijakan modal kerja yang fleksibel, perusahaan mungkin akan memiliki sekumpulan efek yang diperdagangkan. Dalam hal ini biaya kekurangan atau biaya penyesuaian adalah biaya yang dikeluarkan untuk membeli atau menjual efek. Pengelolaan kasnya terdiri atas kegiatan memindahkan uang ke dan dari efek yang diperdagangkan. Hal ini mengilustrasikan biaya dan manfaat memegang kas.

## 2.4 Model Baumol-Allais-Tobin (BAT)

Ross *et al* (2009) menjelaskan kelemahan utama model Baumol sebagai berikut :

- 1) Model diasumsikan bahwa perusahaan memiliki jadwal pembayaran yang konstan ( arus kas keluar yang tetap dan pasti)
- 2) Model diasumsikan tidak ada penerimaan kas, selama periode proyeksi
- 3) Tidak ada persediaan minimal kas (*safety stock*)

## 2.5 Model Miller - Orr

Menurut Ross *et el* (2014) berdasarkan model Miller-Orr beroperasi dalam koridor batasan atas (H) dan batasan bawah (L) jumlah kas serta target saldo kas optimal (Z). Perusahaan memperbolehkan saldo kasnya berada di antara batasan bawah dan batasan atas. Selama saldo kas berada di antara H dan L maka tidak terjadi apa-apa. Saat saldo kas sampai batasan atas (H) maka kas harus di pindahkan ke efek yang diperdagangkan sebesar (H-Z) sehingga menggerakkan saldo turun kas menjadi target saldo kas optimal (Z). Sebaliknya jika saldo kas turun ke batasan (L) maka perusahaan akan menjual efek yang diperdagangkan sebesar (Z-L) dan disetorkan menjadi kas, hal ini akan membawa saldo kas ke titik Z.

## 2.6 Cash Holding

Menurut Ross *et al* (2014:207) *cash holdings* adalah kepemilikan kas diperusahaan dan efek yang diperdagangkan yang dimiliki, dan efek yang diperdagangkan disebut dengan setara kas. *Cash holdings* adalah penting karena menjaga likuiditas perusahaan, yang membuat perusahaan mampu melunasi kewajiban mereka pada waktunya bahkan jika saat situasi buruk melanda aktivitas bisnis yang dijalankan. Untuk meningkatkan penjualan dan keuntungan, perusahaan juga membutuhkan untuk membangun cadangan kas dengan memastikan bahwa pergerakan kas menciptakan situasi arus kas yang positif secara keseluruhan.

## 2.7 Firm Size, Leverage, Net Working Capital, Cash Flow, Equity Growth, Excess value

Ukuran perusahaan (*firm size*) adalah salah satu kriteria yang dipertimbangkan oleh investor dalam strategi berinvestasi. Ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai alat untuk mengukur besar kecilnya perusahaan. Indikator yang dapat digunakan sebagai ukuran perusahaan adalah total penjualan, total aktiva, jumlah karyawan, *value added*, kapitalisasi nilai pasar dan berbagai parameter lainnya.

*Leverage* menurut Purnasiwi dan Sudarno (2011) mendefinisikan sebagai alat untuk mengukur seberapa besar perusahaan tergantung pada kreditur dalam membiayai aset perusahaan. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi mempunyai tingkat ketergantungan yang sangat tinggi pada pinjaman luar untuk membiayai asetnya. Sedangkan perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang lebih rendah menunjukkan bahwa pendanaan perusahaan berasal dari modal sendiri.

Modal kerja bersih (*net working capital*) mengacu pada pengertian modal kerja menurut konsep kualitatif di mana modal kerja bersih diartikan sebagai bagian dari aktiva lancar yang benar-benar dapat digunakan untuk membiayai operasional perusahaan tanpa mengganggu likuiditas perusahaan (Riyanto, 2001). Oleh karena itu, modal kerja harus dikelola dengan hati-hati sehingga kebutuhan perusahaan akan modal kerja bisa tercukupi. Dalam artian modal kerja tersebut harus dapat membiayai kegiatan operasional perusahaan sehari-hari.

Pengertian Arus kas menurut PSAK No.2 (2002 :5) adalah arus masuk dan arus keluar kas atau setara kas. Laporan arus kas merupakan revisi dari mana uang kas diperoleh perusahaan dan bagaimana mereka membelanjakannya. Laporan arus kas merupakan ringkasan dari penerimaan dan pengeluaran kas perusahaan selama periode tertentu (biasanya satu tahun buku). Arus kas (cash flow) adalah suatu laporan keuangan yang berisikan pengaruh kas dari kegiatan operasi, kegiatan transaksi investasi dan kegiatan transaksi pembiayaan/pendanaan serta kenaikan atau penurunan bersih dalam kas suatu perusahaan selama satu periode.

*Equity Growth* diukur dari selisih total ekuitas yang dimiliki perusahaan pada periode sekarang dikurangi dengan total ekuitas tahun sebelumnya. *Equity Growth* adalah pertumbuhan ekuitas dalam laporan keuangan yang terdiri dari pertumbuhan modal disetor/ modal sendiri dan pertumbuhan saldo laba.

*Excess value* adalah nilai lebih dari kepemilikan *cash holdings*. *Excess value* dari *cash holdings* yaitu apabila *cash holdings* yang ditahan perusahaan cukup untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan, cukup untuk mengatasi apabila terjadi bahaya yang tidak diketahui serta cukup untuk berinvestasi atas kesempatan investasi yang menguntungkan. Sehingga keputusan menahan *cash holdings* yang optimal, maka perusahaan dapat menghasilkan keuntungan yang optimal tanpa menggunakan pendanaan eksternal serta menghindari kas menganggur "*idle cash*".

### III. Metodologi Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015 melalui situs [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Dalam mengumpulkan data yang dibutuhkan, peneliti menggunakan prosedur pengumpulan data dengan teknik sebagai berikut :

1. Riset Kepustakaan
2. Riset Dokumentasi

Teknik pemilihan data sampel dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling*. Kriteria-kriteria dalam pemilihan sampel adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2011-2015.
2. Perusahaan tersebut memiliki laporan keuangan berturut-turut selama periode penelitian 2011-2015.
3. Perusahaan menggunakan mata uang Rupiah selama periode penelitian 2011-2015.
4. Perusahaan yang memiliki total asset diatas 400 Milyar selama periode penelitian 2011-2015.

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis kuantitatif dengan menggunakan model SEM (*Structural Equation Modeling*) atau Model Persamaan Struktural dengan program AMOS 21, dengan *variable empirik* atau *observed variable*.

Model persamaan regresi dengan menggunakan Amos 21 atau *Structural Equation Model* (SEM) berdasarkan diagram jalur di atas adalah berikut.

$$\text{Cash holdings} = \alpha + \beta \text{Firm Size} + \beta \text{Leverage} + \beta \text{Net Working Capital} + \beta \text{Cash Flow} + \beta \text{Equity Growth} + \varepsilon_1$$

$$\text{Excess Value} = \alpha + \beta \text{Firm Size} + \beta \text{Leverage} + \beta \text{Net Working Capital} + \beta \text{Cash Flow} + \beta \text{Equity Growth} + \beta \text{Cash holdings} + \varepsilon_2$$

Keterangan :

$\alpha$  = intersept atau nilai konstanta

$\beta$  = koefisien yang akan di estimasi, yaitu koefisien variabel independen (eksogen) yang dapat memprediksi variabel dependen (endogen).

$\varepsilon$  = Error

### Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Opler *et al* (1999), Ferreira dan Vilela (2004), Daher (2010), Ogundipe *et al.* (2012) dan Attaulah Shah (2011), Lee & Powel (2011), Gill & Shah (2012), Afta & Adnan (2007), Kim *et al* (2011) dan Bates *et. al.* (2009), dimana hasil penelitiannya *firm size* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*. Ukuran perusahaan menunjukkan besar kecilnya jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan. Jumlah aktiva menunjukkan besaran kapitalisasi di pasar modal, dan semakin besar jumlah kapitalisasi di pasar akan semakin mudah untuk mencari dana di pasar. Dengan kemudahan memiliki biaya yang murah dalam mencari dana di pasar maka perusahaan besar tidak perlu menimbun kas yang besar. Sehingga akan menyebabkan hubungan yang negatif dengan jumlah kas yang ada. Berdasarkan hal tersebut diatas, maka penulis mencobamerumuskan hipotesis sebagai berikut :

- H<sub>1</sub>: *Firm Size* berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H<sub>2</sub>: *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H<sub>3</sub>: *Net working capital* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H<sub>4</sub>: *Cash flow* berpengaruh positif terhadap *cash holdings* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H<sub>5</sub>: *Equity growth* berpengaruh positif terhadap *cash holdings* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H<sub>6</sub>: *Cash holding* berpengaruh positif terhadap *excess value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H<sub>7</sub>: *Firm size* berpengaruh negatif terhadap *excess value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H<sub>8</sub>: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *excess value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H<sub>9</sub>: *Cash flow* berpengaruh positif terhadap *excess value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H<sub>10</sub>: *Net working capital* berpengaruh negatif terhadap *excess value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H<sub>11</sub>: *Equity growth* berpengaruh positif terhadap *excess value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

#### IV. Analisis dan Pembahasan

Berdasarkan hasil *output* Amos dapat diinterpretasikan sebagai berikut :

Tabel 1

##### *Intercepts*

Variabel	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
Y1_Cash_Holdings	-.203	.171	-1.183	.237	
Y2_Excess_Value	-.004	.355	-.012	.991	

Sumber : Data Sekunder Diolah

Berdasarkan hasil *output* Amos pada Tabel 4.6 *Intercepts* dan Tabel 4.8 *Regression Weight*, dapat dirumuskan persamaan strukturalnya sebagai berikut :

$$Y1 = -0.203 + 0.010FS - 0.086LVG + 0.417CF + 0.132NWC - 0.005EG + e$$

$$Y2 = -0.004 + 3.914CH + 0.014FS - 0.709LVG - 0.078CF - 0.197NWC - 0.003EG + e$$

Tabel 2

##### R Square (Squared Multiple Correlation)

Variabel	Estimate
Y1_CH	.280
Y2_EV	.850

Sumber : Data Sekunder Diolah

Nilai R Square dari *Cash holdings* diperoleh angka sebesar 0,280. Artinya bahwa persentase sumbangan pengaruh variabel *firm size*, *leverage*, *cash flow*, *net working capital*, dan *equity growth* adalah sebesar 28% atau variasi variabel independen yang digunakan dalam model mampu menjelaskan sebesar 28% variasi variabel dependen, sedangkan sisanya sebesar 72% dipengaruhi atau dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Sedangkan nilai R Square dari *excess value* diperoleh angka sebesar 0,85. Artinya bahwa persentase sumbangan pengaruh variabel *cash holdings*, *firm size*, *leverage*, *cash flow*, *net working capital*, dan *equity growth* adalah sebesar 85% atau variasi variabel independen yang digunakan dalam model mampu menjelaskan sebesar 85% variasi variabel dependen, sedangkan sisanya sebesar 15% dipengaruhi atau dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Tabel 3  
Regression Weight (default model)

Variabel	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
Y1_Cash_Holdings <--- X2_LVG	-.086	.046	-1.896	.058	par_1
Y1_Cash_Holdings <--- X3_Cash_Flow	.417	.054	7.681	***	par_2
Y1_Cash_Holdings <--- X5_Equity_Growth	-.005	.008	-.575	.565	par_9
Y1_Cash_Holdings <--- X4_NWC	.132	.049	2.717	.007	par_10
Y1_Cash_Holdings <--- X1_Firm_Size	.010	.006	1.772	.076	par_20
Y2_Excess Value <--- X5_Equity_Growth	-.003	.018	-.155	.877	par_3
Y2_Excess Value <--- X4_NWC	-.197	.102	-1.934	.053	par_4
Y2_Excess Value <--- X3_Cash_Flow	-.078	.122	-.638	.524	par_5
Y2_Excess Value <--- Y1_Cash_Holdings	3.914	.116	33.837	***	par_6
Y2_Excess Value <--- X2_LVG	-.709	.095	-7.479	***	par_7
Y2_Excess Value <--- X1_Firm_Size	.014	.012	1.203	.229	par_8

Sumber : Data Sekunder Diolah

#### 4.1. Pengaruh Firm Size terhadap Cash Holdings

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dengan menggunakan analisa Amos / SEM dan menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holdings* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hasil penelitian di Indonesia membuktikan hasil yang positif dengan *cash holdings* sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Saddour, 2006) Abdillah dan kusumastuti (2013) yang meneliti *cash holdings*. Perusahaan yang besar otomatis akan memiliki aliran kas operasional yang tinggi pula. Jadi semakin besar perusahaan, maka akan semakin meningkatkan *cash holding* perusahaan.

#### 4.2. Pengaruh leverage terhadap cash holdings

Variabel *leverage* terbukti secara signifikan memiliki hubungan negatif dengan *cash holdings* perusahaan. Hal ini sesuai dengan hipotesis awal penelitian yang beranggapan bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi biasanya memiliki kemudahan untuk melakukan pinjaman lagi. Kemampuan meminjam tersebut dipakai perusahaan sebagai substitusi memegang kas.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang sejalan dari peneliti sebelumnya yaitu penelitian yang dilakukan oleh Swanson (2006), Ozkan & Ozkan (2002), Opler (1999), Bates *et. al.* (2009), Ferreira & Vilela (2007), Daher (2010), Attaulah Shah (2011), Ansic dan Hey (1993) yang menunjukkan bahwa *leverage* berhubungan negatif dengan tingkat kepemilikan kas (*cash holdings*). 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.

#### 4.3. Pengaruh *net working capital* terhadap *cash holdings*

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jinkar (2013) di Indonesia dan peneliti dari luar negeri yaitu oleh Gill & Shah (2012) di Kanada yang menunjukkan bahwa *net working capital* berhubungan positif dan signifikan dengan *cash holdings*. Hal ini menggambarkan bahwa kas merupakan bagian dari *net working capital* sehingga pada saat kas meningkat maka *current asset* meningkat sehingga *net working capital* juga meningkat.

Selain itu asset lancar selain kas tidak dapat menjadi substitusi bagi kas di setiap saat seperti yang dipaparkan oleh beberapa teori sebelumnya. Pada beberapa kondisi khusus seperti pada saat krisis, asset lancar tidak dapat diubah menjadi kas dengan mudah. Kondisi krisis perekonomian di Amerika dan Eropa pada tahun 2011 menunjukkan kondisi yang penuh ketidakpastian. Dalam masa ketidakpastian besar tentang lingkungan ekonomi makro, perusahaan akan meningkatkan *cash holding* untuk mengimbangi efek merugikan untuk menjaga likuiditas. Adanya krisis yang terjadi pada saat periode penelitian disinyalir menjadi penyebab perbedaan hasil penelitian dengan hipotesis yang telah dibuat sebelumnya. Hal yang perlu diperhatikan oleh perusahaan di Indonesia adalah kemudahan asset lancar yang dimiliki oleh perusahaan tersebut diubah menjadi kas pada saat keadaan perekonomian baik ataupun pada saat krisis. Hal ini sangat penting karena apabila terjadi *economy shock*, kas dan asset lancar bisa menjadi penyelamat perusahaan dari ancaman kebangkrutan.

#### 4.4. Pengaruh *cash flow* terhadap *cash holdings*

Hasil penelitian ini menunjukkan hasil yang sesuai dengan hasil hipotesis keempat bahwa *cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *cash holdings* pada perusahaan *manufaktur* yang terdaftar di BEI. Hal ini berarti menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *cash flow* operasional yang tinggi perusahaan cenderung menahan *cash holdings* yang lebih tinggi juga untuk menghindari potensi kekurangan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim et al. (1998), Baum et al. (2003), Opler et al. (1999), Lee dan Powell (2011), Afta dan Adnan (2007), Ferreira dan Vilela (2004), Bates et al. (2009), Ozkan & Ozkan (2004) yang menyatakan adanya hubungan positif secara signifikan antara *cash flow* dan *cash holdings*. Ada hubungan positif antara variabilitas arus kas dan tingkat investasi di aset likuid, yang konsisten dengan Keynes '(1936) motif pencegahan. Jika arus kas perusahaan meningkat, maka perusahaan akan menahan *cash holding* yang lebih besar untuk menghindari potensi kekurangan.

#### 4.5. Pengaruh *equity growth* terhadap *cash holdings*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *equity growth* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *cash holdings* pada perusahaan *manufaktur* yang terdaftar di BEI. Hal ini jelas menggambarkan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan ekuitas / *equity growth* perusahaan belum tentu akan menahan *cash holdings* yang lebih besar untuk membiayai aktivitas operasional.

Hasil penelitian ini menunjukkan perbedaan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim et al. (1998) dan Lee & Powell (2011) yang menyatakan adanya hubungan positif antara *equity growth* dan *cash holdings*. Menurut Kim et al. (1998), perusahaan yang memiliki pertumbuhan profitabilitas akan menahan kas yang relatif banyak untuk membiayai aktivitas operasional. Hal ini berarti berkorelasi positif antara peluang pertumbuhan yang kuat, mendukung motif pencegahan. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang kuat, proksi dengan rasio MTB, ditemukan untuk memegang *cash holding* lebih banyak. Nguyen (2014) menemukan hasil penelitian tentang *sales growth* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cash holdings* pada perusahaan *textile* di Negara Jepang. Artinya bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan cenderung akan menahan *cash holdings* yang lebih kecil karena perusahaan menggunakan uangnya untuk investasi daripada harus membayar deviden tunai kepada investor.

#### 4.6. Pengaruh *cash holdings* terhadap *excess value*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *cash holdings* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *cash holdings* pada perusahaan *manufaktur* yang terdaftar di BEI. Hal ini jelas menggambarkan bahwa *cash holdings* yang optimal atau yang ditahan perusahaan cukup untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dan mengambil kesempatan investasi yang menguntungkan tanpa menggunakan pendanaan eksternal atau *leverage* serta menghindari kas menganggur “*idle cash*”. Ini berarti bahwa *cash holdings* berhubungan positif dengan *excess value*. Jadi perusahaan yang menahan tingkat *cash holdings* yang optimal dapat memiliki *excess value* yang lebih baik.

Hasil penelitian ini didukung oleh beberapa peneliti yang melakukan penelitian tentang perusahaan menahan *cash holdings* yang berlebihan menunjukkan bahwa manajemen tata kelola perusahaan yang buruk cenderung menginvestasikan kas lebih banyak dan menghabiskan kas yang tersedia dengan lebih cepat. Selain itu, manajer dalam pengawasan lemah juga lebih memilih menggunakan kas untuk berinvestasi eksternal melalui akuisisi dan merger sehingga dapat mengurangi profitabilitas perusahaan (Harford et al. 2008). Menurut Boyle dan Guthrie (2003) perusahaan dengan jumlah kas yang besar memerlukan investasi yang potensial.

#### 4.7. Pengaruh *firm size* terhadap *excess value*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif secara tidak signifikan terhadap *excess value* pada perusahaan *manufaktur* yang terdaftar di BEI. Hal ini berarti bahwa perusahaan besar cenderung menahan *cash holdings* yang lebih besar. Perusahaan yang menahan kas yang berlebihan akan terjadi “*idle cash*”. *Idle cash* dapat mengurangi keuntungan perusahaan karena perusahaan harus menanggung biaya kesempatan dan beban pajak. Beberapa peneliti sebelumnya seperti Opler et al (1999) menemukan bahwa perusahaan memegang *cash holdings* yang besar cenderung digunakan untuk pemborosan kepentingan pribadi manajer dan jarang sekali digunakan untuk belanja modal, belanja akuisisi, dan pembayaran kepada pemegang saham. Dalam kondisi ini berarti perusahaan tidak memiliki *excess value* yang lebih baik.

#### 4.8. Pengaruh *leverage* terhadap *excess value*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Leverage* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *Excess Value*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin banyak uang kas yang dimiliki di suatu perusahaan maka perusahaan tersebut cenderung tidak

menggunakan hutang. Sehingga perusahaan dapat mengambil kesempatan investasi yang menguntungkan dan tidak menanggung biaya hutang yang mahal. Sehingga perusahaan dapat memperoleh keuntungan yang optimal, sehingga perusahaan dapat memiliki *excess value* yang lebih baik.

Hasil penelitian yang berbeda ditemukan oleh Wati dan Darmayanti (2012), Perdana (2012), Siahaan (2011), Rustendi dan Jimmi (2013) serta Cheng dan Tzeng (2011) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. *Leverage* merupakan kebijakan pendanaan yang berkaitan dengan keputusan perusahaan dalam membiayai perusahaan. Perusahaan yang menggunakan hutang mempunyai kewajiban atas beban bunga dan beban pokok pinjaman. Penggunaan hutang (*external financing*) memiliki risiko yang cukup besar atas tidak terbayarnya hutang, sehingga penggunaan hutang perlu memperhatikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hammes (2000), Choi (2003), Rigar and Mansouri (2003), D'Mello and Farhat (2004), dan Titman and Tsyplakov (2005) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

#### 4.9. Pengaruh *net working capital* terhadap *excess value*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *cash flow* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *Excess Value*. Hal ini berarti jika arus kas perusahaan meningkat maka perusahaan akan menahan *cash holding* yang lebih kecil, sehingga perusahaan berpotensi mengalami kekurangan kas, sehingga dapat mengganggu operasional perusahaan, dan perusahaan tidak dapat memperoleh keuntungan yang optimal. Sehingga perusahaan tidak memiliki *excess value* yang lebih baik lagi.

Sedangkan hasil penelitian Pike and Dobbins (1986) dalam Jemmi Benardi K (2005) menemukan hasil bahwa *cash flow* adalah sumber dana internal di mana pada penerimaan arus kas yang positif dapat dijadikan modal untuk membiayai kegiatan perusahaan sehingga arus kas yang positif menjadi ukuran likuiditas perusahaan. Semakin besar arus kas positif yang dihasilkan maka semakin likuid dan besar dana internal perusahaan, dengan likuidnya perusahaan akan mempengaruhi penilaian terhadap kinerja perusahaan dan tentu pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

#### 4.10. Pengaruh *cash flow* terhadap *excess value*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *net working capital* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Excess Value*. Hal ini berarti menunjukkan bahwa modal kerja bersih dipakai sebagai proksi dari investasi pada aset lancar yang dapat dipakai sebagai pengganti kas. Perusahaan akan menahan *cash holding* lebih kecil ketika *net working capital* lebih besar. Sehingga ketika kas dibutuhkan, modal kerja bersih dapat dilikuidasi dengan cepat untuk menutupi kekurangan kas yang dibutuhkan perusahaan. Sehingga perusahaan tidak akan menimbun modal kerja bersih khususnya kas yang lebih besar yang mengakibatkan terjadinya *idle cash* yang dapat menyebabkan penurunan *excess value*. Menurut Pandey (2006), jika modal kerja terlalu banyak maka akan menimbulkan inefisiensi yang pada akhirnya akan memberikan dampak negatif terhadap profitabilitas perusahaan. Penelitian Pandey sejalan dengan hasil penelitian Kieschnick, LaPlante dan Moussawi (2008) menemukan bahwa pentingnya manajemen modal kerja terhadap nilai perusahaan.

#### 4.11. Pengaruh *equity growth* terhadap *excess value*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Equity growth* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *Excess Value*. Hal ini menggambarkan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan ekuitas / *equity growth* perusahaan belum tentu akan menahan *cash holdings* yang lebih besar untuk membiayai aktivitas operasional. Pertumbuhan perusahaan yang ditandai dengan pertumbuhan ekuitas yang tidak dimanfaatkan untuk pertumbuhan operasional maka perusahaan tidak akan untuk memperoleh keuntungan yang optimal. Karena pada saat operasional perusahaan meningkat sedangkan cadangan kas kecil sehingga tidak dapat memenuhi kebutuhan aktivitas perusahaan sehingga perusahaan akan mencari pendanaan eksternal. Biaya pendanaan eksternal yang mahal dapat menurunkan *excess value* dari *excess value*.

### V. Simpulan, Keterbatasan Penelitian, dan Riset Mendatang

#### 5.1. Simpulan

1. Hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings* ditolak. Hasil penelitian ini mendapatkan bahwa perusahaan yang besar otomatis akan memiliki aliran kas operasional yang tinggi pula. Jadi semakin besar perusahaan, maka akan semakin meningkatkan *cash holding* perusahaan.
2. Hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings* diterima. Perusahaan memiliki *leverage* yang rendah apabila perusahaan menahan *cash holdings* yang lebih besar.
3. Hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *net working capital* berpengaruh terhadap *cash holdings* diterima. Hasil penelitian ini mendapatkan bahwa kas merupakan bagian dari *net working capital* sehingga pada saat kas meningkat maka *current asset* meningkat sehingga *net working capital* juga meningkat.
4. Hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *cash flow* berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Jika *cash flow* perusahaan meningkat, maka perusahaan akan menahan *cash holding* yang lebih besar untuk menghindari potensi kekurangan.
5. Hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *Equity growth* berpengaruh terhadap *cash holdings* ditolak. Hasil penelitian ini mendapatkan bahwa perusahaan yang mengalami *equity growth* perusahaan belum tentu akan menahan *cash holdings* yang lebih besar untuk membiayai aktivitas operasional.
6. Hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *cash holdings* berpengaruh terhadap *Excess Value* diterima. *Cash holdings* yang optimal yang ditahan perusahaan memiliki *excess value* yang lebih baik.
7. Hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh terhadap *Excess Value* ditolak. Hasil penelitian ini mendapatkan bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* rendah maka perusahaan menahan *cash holdings* yang lebih besar, sehingga memiliki *excess value* yang lebih baik.
8. Hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *Excess Value* diterima. Perusahaan yang memiliki *leverage* yang lebih kecil maka akan memiliki *excess value* yang lebih baik.
9. Hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *Cash flow* berpengaruh terhadap *Excess Value* ditolak. Hasil penelitian ini mendapatkan bahwa jika arus kas perusahaan meningkat maka perusahaan akan menahan *cash holding* yang lebih kecil, sehingga tidak memiliki *excess value* yang lebih baik.

10. Hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *net working capital* berpengaruh terhadap *Excess Value* diterima. Perusahaan yang memiliki *net working capital* yang lebih kecil maka akan memiliki *excess value* yang lebih baik.
11. Hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *Equity growth* berpengaruh terhadap *Excess Value* ditolak. Hasil penelitian ini mendapatkan bahwa perusahaan yang memiliki *equity growth* akan menahan *cash holdings* yang lebih besar maka tidak akan memiliki *excess value* yang lebih baik.

## 5.2. Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian ini hanya mengambil populasi dan sampel pada perusahaan-perusahaan *manufaktur* di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2011 sampai tahun 2015. Dengan pendeknya periode penelitian dan jumlah data yang terbatas tersebut, maka hasilnya pun terlihat kurang optimal.
2. Dari hasil *output* Amos diketahui nilai *R Square* terhadap *cash holdings* adalah sebesar 0,28 atau 28,00% sedangkan sisanya sebesar 72,00% dipengaruhi atau dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian. Dengan merujuk hasil tersebut dapat menggambarkan bahwa model regresi dalam penelitian ini kurang mendukung untuk hasil penelitian yang optimal. Hal tersebut disebabkan jumlah perusahaan *manufaktur* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian jumlahnya *relative* sedang. Selain dari pada itu, variabel yang digunakan dalam penelitian ini hanya menggunakan lima variabel fundamental dari faktor internal dan perusahaan saja, sehingga hasil penelitian tidak dapat menggambarkan situasi secara keseluruhan. Namun, hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian-penelitian sebelumnya yang mana hasil uji nilai *R Square* yang kecil.

## 5.3. Saran

Untuk pihak manajerial :

1. *Net working capital* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *cash holdings* dan *excess value*. Hal ini menunjukkan bahwa kas merupakan bagian dari *net working capital* sehingga pada saat kas meningkat maka *current asset* meningkat sehingga *net working capital* juga meningkat. Disarankan untuk para manajer perusahaan agar menahan kas yang optimal sesuai dengan kebutuhan operasional perusahaan dan juga untuk mengambil kesempatan investasi yang menguntungkan. Jika perusahaan menahan kas yang terlalu besar maka perusahaan akan menanggung biaya potensial didalam menahan kas menganggur "*idle cash*". Sebaliknya jika perusahaan menahan kas yang terlalu kecil maka perusahaan akan menanggung biaya likuidasi *current asset* non kas. Selain itu asset lancar selain kas tidak dapat menjadi substitusi bagi kas di setiap saat pada beberapa kondisi khusus seperti pada saat krisis. Hal yang perlu diperhatikan oleh perusahaan di Indonesia adalah kemudahan asset lancar yang dimiliki oleh perusahaan tersebut diubah menjadi kas pada saat keadaan perekonomian baik ataupun pada saat krisis. Hal ini sangat penting karena apabila terjadi *economy shock*, kas dan asset lancar bisa menjadi penyelamat perusahaan dari ancaman kebangkrutan.

Untuk peneliti selanjutnya :

2. Jangka waktu yang dilakukan pada penelitian ini hanya terbatas pada periode 5 Tahun (2011-2015). Maka bagi penelitian selanjutnya mengenai *cash holdings* dapat menambahkan periode waktu pengambilan keputusan sampel penelitian, sehingga akan didapat pengaruh yang lebih konsisten dan dapat menerangkan variabel yang diteliti.
3. Variabel independen yang digunakan pada penelitian ini hanya terbatas pada 5 variabel fundamental internal perusahaan. Maka bagi penelitian selanjutnya mengenai *cash holdings* dapat menambahkan variabel fundamental internal lainnya serta faktor makro ekonomi, sehingga akan didapat pengaruh yang lebih konsisten dan dapat menerangkan variabel yang diteliti.

## DAFTAR PUSTAKA

- Amarjit G., & Charul Sh. (2012). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada, *International Journal of Economics and Finance*, 4 (10).
- Arthur J. Keown, Jhon D. Martin, J. William Petty, David F. Scott, JR. 2010. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Jilid 1 dan 2 Jakarta : Indeks.
- Edward Lee, Ronan Powell. (2010). *Excess cash holdings and shareholder value*. <https://www.researchgate.net/publication/227370548>.
- Fajar Abdillah dan Retno Kusumastuti. (2014). *Pengaruh karakteristik perusahaan dan board size terhadap cash holding*.
- Gill, A. & Shah, C. (2012). *Corporate cash reserves and acquisitions*. *Journal of Economics and Finance*, 4(1), p70.
- Ghozali, Imam, 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 21*. Edisi 7. Penerbit Universitas Diponegoro.

Karya Akademis / Jurnal :

- Jiyoung Kim, Hyunjoon Kim dan David Woods. (2011). *Determinants of Corporate Cash-holding levels: An Empirical Examination of The Restaurant Industry*.
- Kim, J., Kim, H., Woods, D. (2011), Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30(3), 568-574.
- May Daher. (2010). The Determinants of Cash Holdings in UK Public and Private.
- Marfuah, Ardan Zuhilmi. 2014. *Pengaruh Growth Opportunity, Net Working Capital, Cash Conversion Cycle dan Leverage terhadap Cash Holding pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013*.
- Pranowo, K at el, 2010. "Determinant of Corporate Financial Distress in an Emerging Market Economy : Empirical Eviden from the Indonesian Stock Exchange 2004-2008". *International Research Journla of Finance and Economic*. Issue 52. pp. 80-88.
- Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, Joseph Lim, Ruth Tan (2014). *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Buku 2. Edisi Global Asia. Jakarta: Salemba Empat, 2016.