

**ANALISIS SENSITIVITAS *CASH FLOW* DARI *CASH HOLDING* YANG BERSIFAT ASIMETRI  
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang  
Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010 – 2012)**



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

**Diah Wahyu Widyastuti**  
**NIM. 12030110120020**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2014**

## PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Diah Wahyu Widyastuti

Nomor Induk Mahasiswa : 12030110120020

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Skripsi : **ANALISIS SENSITIVITAS *CASH FLOW*  
DARI *CASH HOLDING* YANG BERSIFAT  
ASIMETRI (Studi Empiris pada Perusahaan  
Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek  
Indonesia Tahun 2010 – 2012)**

Dosen Pembimbing : Prof. Dr. Muchamad Syafruddin, M.Si, Akt

Semarang, 12 Februari 2014

Dosen Pembimbing

Prof. Dr. Muchamad Syafruddin, M.Si, Akt

NIP. 1962 0416 198803 1003

## PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Diah Wahyu Widyastuti  
Nomor Induk Mahasiswa : 12030110120020  
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi  
Judul Skripsi : **ANALISIS SENSITIVITAS *CASH FLOW* DARI  
*CASH HOLDING* YANG BERSIFAT  
ASIMETRI (Studi Empiris pada Perusahaan  
Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek  
Indonesia Tahun 2010 – 2012)**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal**

**Tim Penguji:**

1. Prof. Dr. Muchammad Syafruddin, M.Si, Akt (.....)
2. Aditya Septiani, SE., M.Si., Akt (.....)
3. Adityawarman, SE., M.Acc., Akt (.....)

## PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Diah Wahyu Widyastuti, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **Analisis Sensitivitas *Cash Flow* dari *Cash Holding* yang Bersifat Asimetri (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010 – 2012)**, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri. Bila kemudian saya terbukti melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 12 Februari 2014

Yang membuat pernyataan,

Diah Wahyu Widyastuti

NIM. 12030110120020

## **ABSTRACT**

*This study is purposed to examine constrasting conclusion regarding the corporate cash flow sensitivity of cash holdings between research of Almeida, Campello, and Weisbach (2004) and Riddick and Withed (2009) In addition, the writer use augmented empirical model to affirm the conclusion Riddick and Whited that the cash flow sensitivity of cash holdings is generally negative. The asymmetry may be due to several reason, including binding project contracts, bad news withholding, and agency problems.*

*With using sampel from manufacturing firms that listing in IDX for 2010-2012 the writer examine whether the negative sensitivity cash flow of cash holding is applied in corporation with all possibility of cash flow environment ( positive and negative). So that, this reaserch is developed by using cash flow environment as the moderating variable to asses the existence of asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings and the direction of the sensitivity of cash. The writer further divide firms into financially constraint and financially unconstraint firm, to examine if there is relationship between financial restriction and the posiibility of asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings. The writer also analyze the ascendancy of institutional holding as the agency problem monitoring that lead to asymmetric cash flow sensitivity.*

*The result of this study that applied in Indonesian corporation show that there is not asymmetric sensitivity of cash holding. And the sensitivity is shown positive trend. So that, the change of cash holding or its sensitivity is linearly influenced by net cash (in) flow received by the corporation and its moderated by cash flow environment of corporation, either positive or negative cash flow.*

*Keywords : Cash flow sensitivity, Cash holding*

## ABSTRAK

Penelitian ini ditujukan untuk menguji hasil penelitian yang dilakukan oleh Almeida, Campello, dan Weisbach (2004) dan Riddick dan Withed (2009) atas kesimpulan yang kontradiktif tentang sensitivitas arus kas dari *cash holding*. Penulis menggunakan model empiris tambahan untuk menegaskan kesimpulan pada Riddick dan Whited yang menyatakan bahwa sensitivitas *cash flow* dari *cash holding* kecenderungannya bersifat negatif. Adanya asimetri sensitivitas *cash holding* yang terlihat dari perbedaan kesimpulan penelitian (*research gap*) kemungkinan terjadi karena beberapa alasan, termasuk kontrak proyek yang mengikat, berita buruk yang ditahan, dan masalah agensi.

Dengan menggunakan sampel dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010 – 2012, penulis mengkaji apakah sensitivitas *cash holding* terhadap arus kas yang bersifat negatif terjadi untuk semua kemungkinan kondisi arus kas yang dihadapi oleh perusahaan (positif dan negatif). Sehingga digunakanlah kondisi arus kas yang dihadapi perusahaan untuk melihat adanya asimetri dan kecenderungan arah sensitivitas *cash holding*. Penulis secara lebih jauh membagi perusahaan kedalam perusahaan yang terkendala secara finansial dan yang tidak terkendala finansial, untuk menguji adanya pengaruh batasan keuangan terhadap kemungkinan terjadinya asimetri pada sensitivitas *cash holding*. Penulis juga menganalisis pengaruh kepemilikan institusi sebagai sebuah pengendalian terhadap masalah *agency*, yang melatarbelakangi terjadinya asimetri sensitivitas *cash holding*.

Hasil penelitian yang diterapkan pada perusahaan Indonesia menunjukkan bahwa tidak terdapat asimetri sensitivitas dari *cash holding*. Dan sensitivitas memiliki kecenderungan bersifat positif. Sehingga perubahan *cash holding* atau sensitivitasnya dipengaruhi secara linear oleh jumlah *cash flow* bersih yang diterima perusahaan dan diperkuat oleh kondisi arus kas perusahaan baik arus kas yang bersifat positif maupun negatif.

**Kata Kunci** : Sensitivitas Arus Kas, *Cash Holding*

## MOTO DAN PERSEMBAHAN

**“Saat terdapat masalah Allah tidak pernah meminta umatnya untuk menyelesaikannya, melainkan sholat dan sabar” (Al-Baqarah 153)**

*“Bekerja dan berkaryalah dengan hati..” (Jokowi)*

*“Sugih tanpa bandha, nglurug tanpa bala, digdaya tanpa aji, menang tanpa ngasorake” (Soeharto)*

*Skripsi ini saya persembahkan untuk:*

*Bangsa Indonesia..*

*Ibu, Ayah dan Keluarga tercinta..*

*Keluarga besar Akuntansi R1 2010 FEB UNDIP*

## KATA PENGANTAR

Assalamualaikum Wr. Wb.,

Puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT atas berkat dan rahmat-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi berjudul **Analisis Sensitivitas Cash Flow dari Cash Holding yang Bersifat Asimetri (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010 – 2012)** dengan penuh kenikmatan, lancar dan tepat waktu, sebagai syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1) pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

Selama proses penyusunan skripsi ini penulis mendapatkan bimbingan, arahan, bantuan, dan dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Prof. Drs. Mohamad Nasir, M.Si., Akt., Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro.
2. Prof. Dr. Muchamad Syafruddin, M.Si., Akt selaku dosen pembimbing yang telah memberikan kontribusi yang luar biasa berupa bimbingan, arahan, dan nasehat kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan lancar.
3. H. Tarmizi Achmad , MBA, Ph.D, Akt selaku dosen wali yang telah menjadi ayah kedua bagi saya selama menempuh pendidikan di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.



4. Ibunda tercinta Winahyu Kisdyartini dan ayahanda Trias Sosanto. Terimakasih untuk segenap cinta dan doa yang mengiringi usaha serta perjalanan hidup penulis, ridhlo kalian menjadikan proses pengerjaan skripsi ini penuh berkah dan nikmat.
5. Segenap Dosen dan Tenaga Pengajar FEB Undip atas segala curahan ilmu , motivasi, dan didikan yang menjadikan penulis pribadi yang berintelektual dan berbudi pekerti luhur. Hanya Tuhan yang mampu membalas segala amal budi kalian,amin.
6. Segenap staff dan tenaga administrasi FEB Undip yang telah berkontribusi penuh dalam proses penyelesaian skripsi ini dan menjadikannya sempurna.
7. Sahabat terbaik yang selalu ada dalam suka maupun duka 14 Personil GENGGES yang selalu siap menjadi pasukan pewujud mimpi, menjadi peneduh kala duka dan galau melanda, serta motivator saat kehilangan asa.
8. Sahabat seperjuangan sebagai anak rantauan “Suku Ndaan” Dita, Ratih, dan Bulan yang dengan keceriaannya selalu member warna dan semangat positif selama 3,5 tahun hidup bersama penulis.
9. Kepengurusan KMA tahun 2011 dan 2012. Terimakasih untuk semua kerjasama dan ilmunya.
10. Kepengurusan BEM KM 2012 yang menjadi platform penulis dalam membentuk *social respons* penulis.
11. Semua teman-teman Akuntansi UNDIP angkatan 2010. Terimakasih atas kebersamaan dan pengalaman yang berharga selama kuliah.

Indonesia menunggu kalian dan akan menjadi besar karena kalian!  
Aamiin.

12. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah memberikan bantuan, doa dan dukungannya.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini terdapat banyak kekurangan karena keterbatasan pengetahuan dan pengalaman. Oleh karena itu, kritik dan saran sangat diharapkan sebagai input bagi penulis agar dapat menjadi lebih baik. Semoga skripsi ini bermanfaat dan dapat digunakan sebagai tambahan informasi bagi semua pihak yang membutuhkan.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb

Semarang, 12 Februari 2014

Penulis

## DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI .....	iv
<i>ABSTRACT</i> .....	v
ABSTRAK.....	vi
MOTTO DAN PERSEMBAHAN .....	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR ISI.....	xi
BAB I PENDAHULUAN .....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	9
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	10
1.3.1 Tujuan Penelitian .....	10
1.3.2 Manfaat Penelitian .....	11
1.4 Sistematika Penulisan .....	11
BAB II TELAAH PUSTAKA .....	13
2.1 Landasan Teori.....	13
2.1.1 Teori Agensi .....	13
2.1.2 Arus Kas ( <i>Cash Flow</i> ) .....	17
2.1.3 <i>Cash Holding</i> .....	20
2.1.4 <i>Financial Constraint</i> .....	22
2.1.4 <i>Outside Monitoring</i> .....	24
2.2 Penelitian Terdahulu .....	25
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis .....	27
2.4 Pengembangan Hipotesis .....	32
BAB III METODE PENELITIAN.....	36
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional .....	36
3.1.1 Variabel Dependen.....	36

3.1.2 Variabel Independen .....	36
3.1.3 Variabel Moderating .....	37
3.2 Populasi dan Sampel.....	37
3.3 Jenis dan Sumber Data.....	38
3.4 Metode Pengumpulan Data .....	39
3.5 Metode Analisis Data.....	39
3.5.1 Uji Statistik Deskriptif .....	39
3.5.2 Uji Asumsi Klasik.....	40
3.5.2.1 Uji Normalitas .....	40
3.5.2.2 Uji Multikolonieritas .....	41
3.5.2.3 Uji Heteroskedastisitas .....	41
3.5.2.4 Uji Autokorelasi .....	42
3.5.3 Analisis Regresi Berganda .....	43
3.5.3.1 Hipotesis 1 .....	43
3.5.3.2 Hipotesis 2 .....	46
3.5.3.3 Hipotesis 3 .....	48
<b>BAB IV HASIL DAN ANALISIS.....</b>	<b>50</b>
4.1 Deskripsi Objek Penelitian.....	50
4.2 Analisis Data .....	53
4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif .....	53
4.2.1.1 Hipotesis 1 .....	53
4.2.1.2 Hipotesis 2 .....	55
4.2.1.3 Hipotesis 3 .....	57
4.2.2 Analisis Uji Asumsi Klasik .....	58
4.2.2.1 Uji Normalitas .....	58
4.2.2.2 Uji Multikolonieritas .....	63
4.2.2.3 Uji Heterokedastisitas.....	67
4.2.2.4 Uji Autokorelasi .....	70
4.2.3 Analisis Hasil Uji Hipotesis .....	70

4.2.3.1 Analisis Regresi Hipotesis 1 .....	71
4.2.3.2 Analisis Regresi Hipotesis 2 .....	76
4.2.3.3 Analisis Regresi Hipotesis 3 .....	85
4.3 Pembahasan.....	92
4.3.1 Hipotesis 1 .....	93
4.3.2 Hipotesis 2.....	96
4.3.3 Hipotesis 3.....	98
<b>BAB V PENUTUP.....</b>	<b>101</b>
5.1 Kesimpulan .....	101
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	102
5.3 Saran .....	103
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>104</b>
<b>LAMPIRAN-LAMPIRAN.....</b>	<b>107</b>

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 4.1 Perolehan Sampel Penelitian .....	51
Tabel 4.2 Distribusi Sampel Penelitian .....	51
Tabel 4.3 Distribusi Sampel Penelitian Sektor Industri .....	52
Tabel 4.4 Hasil Analisis Deskriptif Hipotesis 1 .....	53
Tabel 4.5 Statistik Deskriptif 2 Hipotesis 1 .....	55
Tabel 4.6 Statistik Deskriptif Hipotesis 2 (Distribusi Frekuensi Dummy).....	56
Tabel 4.7 Statistik Deskriptif Hipotesis 3 (Distribusi Frekuensi Dummy).....	57
Tabel 4.8 Hasil Uji <i>Kolmogorov-Smirnov</i> .....	62
Tabel 4.9 Hasil Uji Multikolonieritas Hipotesis 1 .....	64
Tabel 4.10 Hasil Uji Multikolonieritas Hipotesis 2 .....	65
Tabel 4.11 Hasil Uji Multikolonieritas Hipotesis 3 .....	66
Tabel 4.12 Hasil Uji Gletser Hipotesis 1 .....	67
Tabel 4.13 Hasil Uji Gletser Hipotesis 2 .....	68
Tabel 4.14 Hasil Uji Gletser Hipotesis 3 .....	69
Tabel 4.15 Hasil Uji Durbin Watson Seluruh Hipotesis .....	70
Tabel 4.16 Hasil Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) Hipotesis 1 .....	72
Tabel 4.17 Hasil Uji Simultan ( <b>Uji F</b> ) Hipotesis 1 .....	73
Tabel 4.18 Hasil Uji Parsial ( <b>Uji t</b> ) Hipotesis 1.....	74
Tabel 4.19 Hasil Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) Hipotesis 2.....	78
Tabel 4.20 Hasil Uji Simultan ( <b>Uji F</b> ) Hipotesis 2.....	80
Tabel 4.21 Hasil Uji Parsial ( <b>Uji t</b> ) Hipotesis 2 (Model 1).....	81
Tabel 4.22 Hasil Uji Parsial ( <b>Uji t</b> ) Hipotesis 2 (Model 2).....	82
Tabel 4.23 Hasil Uji Parsial ( <b>Uji t</b> ) Hipotesis 2 (Model 3).....	83
Tabel 4.24 Hasil Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) Hipotesis 3.....	87
Tabel 4.25 Hasil Uji Simultan ( <b>Uji F</b> ) Hipotesis 3.....	88
Tabel 4.26 Hasil Uji Parsial ( <b>Uji t</b> ) Hipotesis 3 (Model 1).....	89
Tabel 4.27 Hasil Uji Parsial ( <b>Uji t</b> ) Hipotesis 2 (Model 2).....	90
Tabel 4.28 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis .....	92

## DAFTAR GAMBAR

Halaman

Gambar 2.1 Kerangka pemikiran teoritis .....	28
Gambar 4.1 Grafik Histogram-Uji Normalitas Hipotesis 1 .....	59
Gambar 4.2 Grafik Histogram-Uji Normalitas Hipotesis 2 (Model 1) .....	59
Gambar 4.3 Grafik Histogram-Uji Normalitas Hipotesis 2 (Model 2) .....	60
Gambar 4.4 Grafik Histogram-Uji Normalitas Hipotesis 2 (Model 3) .....	60
Gambar 4.5 Grafik Histogram-Uji Normalitas Hipotesis 3 (Model 1) .....	61
Gambar 4.6 Grafik Histogram-Uji Normalitas Hipotesis 3 (Model 2) .....	61

## DAFTAR LAMPIRAN

Halaman

<b>Lampiran A</b> Perusahaan Sampel Penelitian .....	5
<b>Lampiran B</b> Tabulasi Data Penelitian .....	7
<b>Lampiran C</b> Hasil Uji Statistik Hipotesis 1 .....	9
<b>Lampiran D</b> Hasil Uji Statistik Hipotesis 2.....	18
<b>Lampiran E</b> Hasil Uji Statistik Hipotesis 3 .....	42



## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

Fenomena dan alasan yang menjadi latar belakang dilakukannya penelitian mengenai sensitivitas *cash flow* dari *cash holding* yang bersifat asimetri pada perusahaan manufaktur di Indonesia akan dipaparkan dalam bab ini. Begitu juga dengan rumusan masalah sebagai fokus utama penelitian, manfaat dan tujuan penelitian serta sistematika penulisan. Berikut penjelasan secara rinci mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, manfaat dan tujuan penelitian serta sistematika penulisan.

#### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Kas merupakan aset paling likuid yang berfungsi sebagai penggerak operasi rutin perusahaan. Keberadaan kas dalam entitas sangat penting karena tanpa kas, aktivitas operasi perusahaan tidak dapat berjalan. Entitas harus menjaga jumlah kas agar sesuai dengan kebutuhannya. Jika jumlah kas kurang, maka kegiatan operasional akan terganggu, dan jika terlalu banyak kas, menyebabkan entitas tidak dapat memanfaatkan kas tersebut untuk mendapatkan imbal hasil yang tinggi (Martani dkk.,2012). Untuk itu, pengelolaan dan pengendalian kas yang mencakup eksistensi dan ketepatan jumlahnya merupakan hal yang krusial bagi perusahaan.

Manajemen kas yang efektif dan efisien tercermin dari kemampuan perusahaan dalam memastikan ketersediaan kas yang memadai untuk memenuhi kebutuhannya. Seperti memenuhi kewajiban keuangan ketika jatuh tempo, serta

untuk mendapatkan keuntungan dari peluang investasi. Dan salah satu bentuk pengelolaan kas adalah aktivitas perusahaan dalam menahan kas agar berada pada titik optimal.

Berbagai literatur mengkaji alasan perusahaan menahan kas atau mempertahankan *cash holding*nya. Alasan ini kemudian dianalogikan sebagaimana motif seseorang dalam menjaga ketersediannya dana *cash*-nya.. Pernyataan Keynes (1976) yang dikutip dari Buku “*Fundamentals of Financial Management*” menyebutkan terdapat tiga motif dalam melakukan penahanan kas. Pertama ialah motif transaksi, dalam kaitanya dengan alasan perusahaan menahan kasnya adalah untuk memenuhi pembayaran seperti pembelian, upah, pajak, dan dividen yang timbul dalam kegiatan bisnis umum. Kedua ialah motif spekulasi, yakni memanfaatkan peluang yang ada seperti penurunan harga bahan baku secara tiba – tiba dan berinvestasi. Dan terakhir adalah motif berjaga – jaga, yakni untuk mempertahankan batas keamanan dalam memenuhi kebutuhan kas yang berada di luar perkiraan. Seperti untuk membiayai investasi – investasi baru atau pendanaan jangka pendek di masa yang akan datang ketika terdapat sebuah guncangan *cash flow* yang diperkirakan dapat merugikan perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan *cash holding*, atau penahanan sejumlah kas tertentu yang dilakukan perusahaan pada intinya adalah untuk membantu mencegah tingginya biaya dari pembiayaan eksternal dalam kasus kekurangan kas / dana (*cash shortfall*) dan menjaga likuiditas perusahaan.

Dalam menentukan jumlah *cash holding* yang ideal, perusahaan menggunakan berbagai asumsi dan pertimbangan yang didasarkan pada aspek

tertentu. Sehingga kecenderungannya adalah jumlah *cash holding* dari tiap periode berbeda. Perbedaan disebabkan karena pengurangan maupun penambahan *cash holding* pada arus kas. Inilah yang disebut dengan sensitivitas arus kas dari kas, yakni perubahan *cash holding* pada *cash flow*.

Beberapa penelitian dan pengujian dilakukan untuk menganalisis sensitivitas arus kas dari *cash holding* dan faktor yang mempengaruhi perubahan atau sensitivitasnya. Almaeida dkk. (2004) mengembangkan sebuah model untuk menunjukkan bahwa hanya perusahaan yang terkendala secara finansial melakukan penyimpanan kelebihan *cash* dari *cash flow*. Hal ini dikarenakan keterbatasan akses mereka pada pasar modal eksternal, sementara perusahaan yang tidak terkendala secara finansial tidak melakukan hal tersebut. Hubungan positif antara perubahan pada *cash holding* dan *cash flow* pada perusahaan yang terkendala secara finansial mengindikasikan bahwa perusahaan akan meningkatkan *cash holdingnya* ketika memiliki *cash flow* positif, dan mengurangi *cash holdingnya* ketika memiliki *cash flow* negatif pada tahun bersangkutan. Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Almaeida didapatkan hasil sensitivitas *cash flow* terhadap *cash holding* bersifat positif. Penelitian terkait sensitivitas *cash flow* juga dilakukan oleh Riddick dan Whited (2009). Penelitian ini memberikan kesimpulan yang kontradiktif melalui pengujian ulang sensitivitas *cash flow* dengan spesifikasi model empiris dan teori yang berbeda. Hasil penelitian Riddick dan Whited menunjukkan bahwa hubungan antara perubahan dalam *cash holding* dan *cash flow* adalah bersifat negatif. Berbeda dengan hasil yang diberikan oleh Almaeida dkk. (2004), menurut hasil penelitian yang dilakukan oleh Riddick dan

Whited (2009), perusahaan justru akan meningkatkan *cash holdingnya* ketika memiliki *cash flow* negatif, dan mengurangi *cash holdingnya* ketika memiliki *cash flow* positif. Atau dengan kata lain disimpulkan bahwa kecenderungan sensitivitas *cash flow* dari *cash holding* adalah bersifat negatif.

Bertolak pada *research gap* (perbedaan penelitian) antara Almaeida dkk. (2004) dan Riddick dan Whited (2009) maka dikembangkan sebuah penelitian yang dilakukan oleh Dichu Bao, Kam C. Chan, dan Weining Zhang (2012) dengan menggunakan spesifikasi model empiris yang lebih komprehensif dan menggabungkan teori serta pola berpikir dari kedua penelitian yang kontradiktif. Merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Dichu Bao, Kam C. Chan, dan Weining Zhang (2012), ketika perusahaan menghadapi *cash flow* positif, sensitivitas *cash flow* mengikuti normal intuisi. Di mana pada penelitian ini, sensitivitas arus kas dari *cash holding* bersifat negatif. Sehingga ketika perusahaan menghadapi *cash flow* positif, maka perusahaan akan mengurangi *cash holdingnya*. Tetapi pada kondisi sebaliknya, ketika perusahaan menghadapi *negatif cash flow* konsep tersebut belum tentu dapat diterapkan. Perusahaan belum tentu akan meningkatkan *cash holdingnya* ketika mengalami *cash flow* negatif. Kondisi inilah yang disebut dengan sensitivitas arus kas dari *cash holding* yang bersifat asimetri. Lebih lanjut Dichu Bao, dkk (2012) menjelaskan sensitivitas *cash holding* yang bersifat asimetri terhadap kondisi arus kas kemungkinan disebabkan oleh beberapa alasan, yakni menyangkut kontrak proyek yang mengikat, berita buruk yang ditahan, dan masalah agensi.

*Cash holding* atau penahanan kas memungkinkan perusahaan untuk dapat mendanai investasi-investasi dan kewajiban lainnya untuk mencegah biaya yang tinggi dari peningkatan pembiayaan perusahaan (Acharya dkk.,2007; Almeida dkk.,2004; Bates dkk.,2009). Sementara arus kas (*cash flow*) sendiri merupakan cerminan dari kegiatan atau aktivitas perusahaan baik yang bersifat operasional, investasi maupun pendanaan. Arus kas juga mencerminkan produktifitas dan kapasitas aktivitas operasi maupun proyek investasi perusahaan. Riddick dan Whitted (2009) menambahkan perusahaan dengan peningkatan di arus kasnya cenderung untuk mengubah *cash holding* ke dalam bentuk investasi, karena *cash flow* positif mengindikasikan produktivitas yang lebih tinggi dari aset berwujud. Oleh karena itu perusahaan menarik *cash holdingnya* untuk mendanai proyek produktivinya. Hal ini memberikan sebuah konsekuensi logis bahwa ketika perusahaan memiliki *cash flow* positif, perubahan pada *cash holding* adalah negatif, artinya perusahaan akan mengurangi *cash holdingnya*. Sebaliknya, ketika perusahaan memperlihatkan *cash flow* negatif, hal ini mengindikasikan rendahnya produktivitas aset berwujud atau perusahaan memiliki *net present value* (NPV) dari project yang bersifat negatif. Dengan demikian, berdasarkan pada argumen dari Riddick dan Whitted , sebuah perusahaan mengakumulasikan *cash holding* untuk kemudian diberikan untuk menyelesaikan proyek yang kurang menguntungkan.

Perusahaan pada kenyataannya tidak dapat sesegera mungkin menyelesaikan semua proyek dengan *net present value* (NPV) negatif, ketika perusahaan mengalami negatif *cash flow* untuk 3 kemungkinan alasan. Pertama,

beberapa proyek yang buruk memiliki kontrak yang mengikat sehingga perusahaan tidak dapat menyelesaikan proyek sesegera mungkin. Hal ini sangat umum terjadi ketika proyek merupakan hasil penawaran. Ketika perusahaan melakukan proyek dibawah penawaran, perusahaan memiliki *negative cash flow* dari proyek tetapi tidak dapat memutuskan atau memundurkan waktu kontrak. Kedua, sebagaimana yang disampaikan oleh Kothari (2009) dalam Dichu Bao,dkk (2012) bahwa manajer memiliki insentif untuk menahan berita buruk. Jika sebuah perusahaan menyelesaikan proyek yang tidak menguntungkan, maka informasi yang cenderung beredar dan ditangkap oleh pasar adalah terdapat masalah di perusahaan. Karenanya, beberapa manajer akan memilih untuk menjaga proyek yang buruk untuk meminimalisasi berita buruk yang dapat diketahui oleh pasar dan menjaga reputasi perusahaan. Manajer memiliki kecenderungan untuk menyembunyikan berita buruk dan menunggu datangnya kabar baik untuk menetralsir dampak dari berita buruk. Sehingga meskipun perusahaan memiliki proyek yang kurang menguntungkan bahkan merugikan perusahaan, tidak akan sesegera mungkin untuk diakhiri. Dan yang ketiga adalah adanya masalah agensi. Sesuai dengan perspektif Jensen dan Meckling (1976) dan Jensen (1986) tentang masalah keagenan, dalam kaitannya dengan pelaksanaan proyek oleh perusahaan, manajer sebagai agen dari pemangku kepentingan memiliki insentif atau kecenderungan untuk *overinvestment* oleh karenanya terdapat kemungkinan mereka akan meneruskan proyek dengan NPV negatif untuk memaksimalkan keuntungan pribadi. Jika manajer mencari keuntungan pribadi dengan melakukan *overinvestment* pada proyek yang tidak menguntungkan dan enggan untuk

menyelesaikannya, maka peningkatan *cash holding* yang disebabkan oleh penyimpanan dari penyelesaian proyek yang tidak menguntungkan menjadi lebih kecil dibandingkan penurunan *cash holding* yang disebabkan oleh *dissaving* dari pengejaran proyek yang menguntungkan, bahkan menyebabkan *cash holding* bernilai negatif.

Karena kontrak proyek yang mengikat, berita buruk yang ditahan, dan masalah agensi, perusahaan yang menghadapi negatif *cash flow* mungkin tidak akan sesegera mungkin menyelesaikan semua proyek yang tidak menguntungkan. Sebagai hasilnya, sensitifitas *cash flow* dari *cash holding* bersifat negatif hanya ketika perusahaan memiliki *cash flow* positif. Jika perusahaan memiliki negatif *cash flow*, kami berpendapat bahwa *negative cash flow sensitivity* kemungkinan tidak berlaku.

Karena itu, penulis memutuskan membuat penelitian yang berjudul, **“Analisis Sensitivitas Arus Kas dari *Cash holding* yang Bersifat Asimetri”** (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012).

Penelitian ini merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Dichu Bao, Kam C.Chan, dan Weining Zhang di tahun 2012, namun dengan objek penelitian yang berbeda yaitu perusahaan manufaktur yang *listing* di bursa saham Indonesia dari tahun 2010 - 2012. Penulis menguji sensitivitas arus kas dari *cash holding* dengan mempertimbangkan kemungkinan dari nonlinearitas perusahaan dalam merespon perubahan *cash holding* antara positif dan negatif *cash flow*. Bukti empiris diharapkan konsisten terhadap prediksi penulis, yakni sensitivitas *cash*

*flow* dari *cash holding* bersifat negatif ketika lingkungan *cash flow* perusahaan positif, tetapi kemungkinan akan bersifat positif ketika perusahaan memiliki negatif *cash flow*. Berdasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Dichu Bao, Kam C.Chan, dan Weining Zhang (2012) penulis dalam penelitian ini juga mengelompokkan perusahaan menjadi dua kategori, yakni perusahaan yang terkendala secara finansial (*financially constrained firms*) dan perusahaan yang tidak mengalami kendala finansial (*unconstrained firms*). Pengelompokan ini dilakukan berdasarkan pada 3 kriteria, yakni *pay out ratio*, ukuran perusahaan dan *bond rating*. Pengelompokan dilakukan untuk menguji apakah asimetri sensitivitas *cash flow* dari *cash holding* juga terjadi pada 2 kelompok tersebut. Jika dibandingkan dengan *unconstrained firms*, perusahaan dengan *financially constrained*, karena kesulitannya dalam mendapatkan sumber pembiayaan eksternal akan cenderung menjaga ketersediaan *cash holding*nya. Sehingga saat mengalami negatif *cash flow* karena NPV proyek yang bersifat negatif, perusahaan yang terkendala secara finansial akan menghimpun dan menahan persediaan dana dalam bentuk *cash holding* untuk membiayai proyek tersebut. Begitu juga dalam hal menangkap peluang –peluang investasi baru, perusahaan yang terkendala secara finansial memiliki peluang yang kecil untuk berinvestasi pada proyek baru jika tidak benar-benar memiliki ketersediaan dana. Oleh karena itu kemungkinan terjadinya asimetri sensitivitas *cash flow* dari *cash holding* pada perusahaan yang terkendala secara finansial lebih kecil dari perusahaan yang tidak terkendala secara finansial. Sebagai tambahan, merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Dichu Bao, Kam C.Chan, dan Weining Zhang (2012) penulis juga



menguji implikasi kepemilikan institusional (*institutional holding*) sebagai salah satu bentuk pengendalian terhadap masalah agensi. Perusahaan dengan *outside monitoring* yang lebih baik (proporsi *institutional ownership*nya lebih besar) akan mengurangi biaya agensi yang timbul akibat masalah keagenan, sehingga asimetri sensitivitas *cash flow* yang terjadi akibat masalah-masalah agensi kecenderungannya tidak terjadi pada perusahaan-perusahaan dengan dominasi kepemilikan institusional. Semua hasil yang diberikan dari penelitian ini diharapkan mendukung hipotesis penulis bahwa perusahaan – perusahaan memiliki tingkat yang berbeda dalam merespon *cash holding* mereka ketika mengalami positif dan negatif *cash flow* karena adanya masalah agensi.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan penelitian terdahulu, terdapat beberapa *research gap* yaitu perbedaan hasil penelitian antara Almeida, Campello, dan Weisbach (2004) dengan penelitian Riddick dan Withed (2009) tentang sensitivitas arus kas dari kas. Almeida (2004) menemukan kecenderungan sensitivitas *cash flow* bersifat positif untuk perusahaan yang terkendala secara finansial. Hal ini dikarenakan keterbatasan akses pasar modal eksternal yang implikasinya perusahaan akan menyimpan atau menahan kelebihan kas dari *cash flow*, sedangkan Riddick dan Whited (2009) melalui hasil penelitiannya menyatakan bahwa sensitivitas *cash flow* dari kas umumnya bersifat negatif, karena kecenderungan perusahaan untuk merubah kas dalam bentuk peluang investasi yang lebih produktif dan menguntungkan. Berdasarkan *research gap* tersebut maka dilakukan penelitian untuk mengetahui arah kecenderungan sensitivitas *cash flow* yang berpengaruh

terhadap kebijakan perusahaan terhadap *cash holding* dan penggunaan kas. Oleh karena itu, dapat dirumuskan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah sensitivitas *cash flow* dari kas bersifat positif atau negatif?
2. Apakah terdapat perbedaan atau asimetri sensitivitas arus kas dari *cash holding* antara ketika perusahaan menghadapi positif dan negatif *cash flow*?
3. Apakah asimetri sensitivitas *cash flow* juga terjadi saat perusahaan terkendala secara finansial?
4. Adakah pengaruh *institutional holdings* dengan tingkat kemungkinan asimetri yang terjadi dari sensitivitas *cash flow* perusahaan?

### **1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian**

#### **1.3.1 Tujuan Penelitian**

Berdasarkan uraian diatas tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menemukan bukti empiris perbedaaan respon yang terjadi ketika perusahaan mengalami positif dan negatif *cash flow* serta implikasinya terhadap sensitivitas *cash holding* perusahaan.
2. Menemukan bukti empiris dari hasil analisis kecenderungan sensitivitas *cash flow* dari *cash holding* perusahaan yang bersifat asimetri melalui sebuah pengujian ulang dengan spesifikasi komprehensif dan model empiris.
3. Menemukan bukti empiris dari hasil analisis kecenderungan terjadinya asimetri sensitivitas *cash flow* yang dipengaruhi oleh masalah-masalah agensi.

### 1.3.2 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat, yakni :

#### 1. Manfaat Praktisi

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi mengenai kecenderungan sensitivitas *cash flow* dari *cash holding* serta pengaruh masalah-masalah agensi yang mempengaruhi perbedaan respon perusahaan saat menghadapi positif dan negatif *cash flow*. Dari penelitian ini juga dapat diketahui peranan sensitivitas *cash holding* dalam mendeteksi masalah agensi dalam penahanan kas perusahaan.

#### 2. Manfaat Teoritis dan Akademis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi dan menjadi bahan pustaka dalam mengembangkan ilmu pengetahuan khususnya di bidang akuntansi keuangan, serta menjadi kajian teoritis dan referensi untuk penelitian di masa mendatang.

### 1.4 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dimaksudkan untuk mempermudah pembahasan dalam penulisan. Adapun sistematika penulisan tersebut sebagai berikut:

#### **BAB I : PENDAHULUAN**

Bab ini menguraikan tentang latar belakang masalah yang mendorong dilakukannya penelitian ini. Selain itu di bab ini juga diuraikan perumusan masalah, serta tujuan dan manfaat dari penelitian ini. Sebagai, bagian akhir dari bab ini diuraikan mengenai sistematika penulisan.

**BAB II : TELAAH PUSTAKA**

Bab ini menguraikan tentang tinjauan pustaka yang berkaitan dengan landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini. Dalam bab ini juga diuraikan penelitian terdahulu dan kerangka teoritis yang berguna untuk menyusun penelitian ini, serta diuraikan pula mengenai hipotesis penelitian.

**BAB III : METODE PENELITIAN**

Bab ini menguraikan teknis dan mekanisme pengujian yang dilakukan, termasuk penjelasan mengenai variabel penelitian dan definisi operasional, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, dan metode analisis data.

**BAB IV : HASIL DAN ANALISIS**

Bab ini menguraikan tentang deskripsi objek penelitian, analisis data dan hasil pengujian, serta interpretasi dan pembahasan hasil statistik.

**BAB V : PENUTUP**

Pada bab ini akan dibahas mengenai kesimpulan, keterbatasan penelitian yang dilakukan serta saran guna penelitian lebih lanjut di masa mendatang.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA

Sebagai kajian teoritis dan pengembangan kerangka pemikiran, dalam bab ini akan dipaparkan mengenai: (i) teori agensi yang menjadi landasan teori penelitian ini dan konsep-konsep mengenai *sensitivity of cash flow of cash holding* (ii) uraian mengenai penelitian-penelitian sejenis yang telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya, (iii) pengembangan hipotesis berdasarkan teori dan penelitian penelitian terdahulu yang dirangkai dengan kerangka pemikiran.

#### 2.1 Landasan Teori

##### 2.1.1 Teori Agensi (*Agency Theory*)

Teori agensi atau teori keagenan adalah teori yang menyatakan suatu hubungan agensi, yakni ketika salah satu pihak (*principal*) memanfaatkan jasa pihak lain (*agen*) untuk melaksanakan suatu wewenang tertentu termasuk pengambilan keputusan. Hubungan keagenan adalah sebagai kontrak, dimana satu atau beberapa orang (*principal*) memperkerjakan orang lain (*agen*) untuk melaksanakan sejumlah jasa dan mendelegasikan wewenang untuk mengambil keputusan kepada *agen* tersebut (Meckling, 1976). Sebagaimana pula dijelaskan oleh Hendriksen (2001) teori yang dibangun atas hubungan antara 2 individu ini dianalogikan bahwa *agen* menutup kontrak untuk melakukan tugas – tugas tertentu bagi *principal*, dan *principal* menutup kontrak dengan memberikan imbalan kepada *agen*. Teori agensi mengasumsikan bahwa

semua individu memiliki kecenderungan untuk bertindak atas kepentingan mereka sendiri, meskipun terdapat relevansi tanggung jawab terhadap pemberi kepentingan (*principal*). Dalam kaitannya dengan operasional perusahaan, sebagai *agent*, manajer secara moral bertanggungjawab untuk mengoptimalkan keuntungan para pemilik (*principal*), namun di sisi lain manajer juga mempunyai kepentingan memaksimalkan kesejahteraan mereka sendiri.

Pada umumnya, Agen cenderung memiliki lebih banyak informasi (*full information*) dibanding dengan *principal*. Hal ini disebabkan karena manajer atau agen lebih banyak berada di lingkungan operasional perusahaan dan terjun langsung untuk melakukan pengelolaan perusahaan secara penuh. Informasi yang lebih banyak dimiliki oleh agen dapat memicu agen untuk melakukan tindakan-tindakan yang sesuai dengan keinginan dan kepentingannya untuk memaksimalkan keuntungan pribadi. Berbeda dengan agen, *principal* dalam hal ini pemilik perusahaan atau investor, akan sulit untuk mengontrol secara efektif tindakan yang dilakukan oleh manajemen karena hanya memiliki sedikit informasi. Oleh karena itu, terkadang kebijakan-kebijakan tertentu yang diterapkan oleh manajemen perusahaan, ditetapkan tanpa sepengetahuan pemilik perusahaan atau investor.

Teori keagenan akan menjadi landasan dalam penelitian ini karena sesuai dengan area penelitian ini, yaitu bagaimana masalah-masalah agensi mempengaruhi sensitivitas *cash holding* terhadap *cash flow* perusahaan.

Masalah agensi yang mungkin terjadi adalah terkait kebijakan investasi pada proyek yang pengambilan keputusannya dilakukan oleh manajer sebagai agen dari pemilik perusahaan atau investor. Proyek sendiri didefinisikan sebagai aktivitas investasi yang diharapkan mampu memberikan manfaat atau keuntungan di masa yang akan datang. Menurut Brigham dan Houston (1998) Proyek pada perusahaan manufaktur dapat diklasifikasikan dalam bentuk :

1. Proyek Penggantian : Pemeliharaan Bisnis

Proyek ini berupa pengeluaran yang dilakukan perusahaan untuk mengganti peralatan yang usang atau rusak yang digunakan dalam produksi atau guna menghasilkan produk.

2. Proyek Penggantian : Pengurangan Biaya

Proyek ini berupa pengeluaran untuk mengganti peralatan yang telah usang dengan tujuan untuk menurunkan biaya tenaga kerja bahkan input lainnya seperti listrik.

3. Ekspansi produk atas pasar yang ada

Proyek ini berupa pengeluaran untuk meningkatkan output produk yang sudah ada, atau untuk memperluas outlet ritel atau fasilitas distribusi dalam pasar yang sekarang dilayani perusahaan.

4. Ekspansi ke dalam produk atau pasar baru

Proyek ini berupa investasi untuk menghasilkan produk baru untuk memperluas daerah geografis distribusi produk yang belum terjangkau.

5. Proyek pengamanan dan atau lingkungan

Berkaitan dengan investasi untuk memenuhi permintaan pemerintah, perjanjian tenaga kerja atau polis asuransi

6. Lainnya

Termasuk pengadaan gedung baru, ruang perkantoran dan aset tetap lainnya.

Sementara untuk menilai dan menganalisis nilai dari proyek, digunakan sebuah metode NPV atau (*net present value*) yakni dengan mendiskontokan nilai sekarang dari arus kas bersih di masa depan pada biaya modal marjinalnya (Brigham dan Houston, 2012). Nilai NPV yang positif menunjukkan adanya keuntungan proyek dan dari proyek tersebut akan menghasilkan arus kas positif yang berlebih dibanding dengan pengeluaran untuk biaya modalnya. Dan implikasinya adalah pada peningkatan kas. Sementara nilai NPV yang negatif menunjukkan adanya kerugian dari proyek tersebut sehingga berdampak pada arus kas negatif.

Berdasarkan perspektif Jensen dan Meckling (1976) dan Jensen (1986), manager sebagai agen dari pemangku kepentingan memiliki insentif atau kecenderungan untuk *overinvestment* oleh karenanya terdapat kemungkinan mereka akan meneruskan proyek dengan NPV negatif untuk memaksimalkan keuntungan pribadi. Hal ini mengandung konsekuensi logis ketika perusahaan mengalami negatif *cash flow* karena proyek dengan NPV negatif atau merugikan, proyek tidak langsung dihentikan dengan mengakumulasi sejumlah kas atau pendanaan tertentu dan membuat sensitivitas *cash holding* terhadap *cash flow* berbeda saat



perusahaan mengalami positif *cash flow*. Atau dapat disimpulkan bahwa masalah-masalah agensi yang melatarbelakangi terjadinya asimetri dalam sensitivitas *cash holding* terhadap *cash flow*.

### **2.1.2 Arus Kas (*Cash flow*)**

Hendriksen ( 2001 ) memformulasikan arus kas satuan usaha sebagai kas yang dihasilkan oleh perusahaan melalui aktivitas operasi, dikurangi kas yang dihasilkan atau diinvestasikan dalam pelepasan atau akuisisi property, dikurangi kas yang diinvestasikan dalam (ditarik dari) sekuritas perusahaan, yakni kenaikan (penurunan) dalam likuiditas. Secara sederhana arus kas dapat dipahami sebagai arus kas masuk operasi dengan pengeluaran yang dibutuhkan untuk mempertahankan arus kas operasi di masa mendatang. Apabila arus kas yang masuk lebih besar dari arus kas yang keluar, hal ini menunjukkan positif *cash flow* dan sebaliknya apabila arus kas masuk lebih sedikit daripada arus kas keluar maka arus kas yang terjadi akan negatif *cash flows*.

Sementara menurut PSAK No. 2 (2009), informasi dari arus kas terakomodasi dalam bentuk sebuah laporan arus kas entitas yang berguna bagi para pengguna laporan keuangan sebagai dasar untuk menilai kemampuan entitas dalam menghasilkan kas dan setara kas serta menilai kebutuhan entitas untuk menggunakan arus kas tersebut. Dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dalam laporan arus kas terkandung informasi yang sangat relevan untuk pengambilan keputusan. Arus kas perusahaan mencerminkan produktivitas operasi yang dilakukan oleh

sebah entitas bisnis juga dapat digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan di dalam memenuhi ketersediaan dana dan likuiditasnya.

Tujuan laporan arus kas adalah memberikan informasi historis tentang perubahan kas dan setara kas suatu perusahaan pada periode tertentu melalui 3 aktivitas utama suatu entitas bisnis yakni aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan (*financing*). Arus kas dari **aktivitas operasi** mengandung pengertian bahwa arus kas yang dihasilkan dan dikeluarkan oleh perusahaan adalah bersumber dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (*principal revenue-producing activities*) dan aktivitas yang lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan pendanaan (IAI, 2012). Beberapa contoh arus kas yang termasuk dalam aktivitas operasi antara lain :

- Arus kas masuk atau penerimaan kas dari hasil penjualan barang jasa atau pendapatan lainnya,
- Arus kas keluar atau pengeluaran kas kepada pemasok
- Pembayaran gaji karyawan

Sedangkan arus kas dari **aktivitas investasi** menurut PSAK 2 (2009) mencerminkan pengeluaran maupun penerimaan yang terjadi untuk sumber daya yang dimaksudkan menghasilkan pendapatan dan arus kas masa depan. Beberapa contoh aktivitas investasi ini antara lain :

- Pembayara kas untuk membeli aset tetap
- Penerimaan kas dari hasil penjualan aset tetap
- Pembayaran kas untuk membeli instrument utang atau

instrument ekuitas entitas lain,

Serta yang dimaksudkan dengan arus kas dari **aktivitas pendanaan** adalah arus kas dari aktivitas yang berkaitan dengan liabilitas dan ekuitas perusahaan. Aktivitas pendanaan berimplikasi pada perubahan jumlah pada modal dan pinjaman perusahaan. Beberapa contoh arus kas yang berasal dari aktivitas pendanaan antara lain :

- Penerimaan kas dari penerbitan saham atau instrumen ekuitas lain
- Penerimaan kas dari penerbitan obligasi, wesel, hipotek, pinjaman jangka pendek dan jangka panjang lainnya
- Pengeluaran kas untuk pelunasan pinjaman

Sementara arus kas atau *cashflow* yang berperan sebagai variabel independen dalam penelitian ini, didefinisikan sebagaimana yang diformulasikan oleh Dichu Bao, Kam C.Chan, dan Weining Zhang (2012) sebagai arus kas masuk yang diperoleh oleh perusahaan selama satu tahun operasi. Dengan perhitungan laba sebelum *extraordinary items* ditambah dengan depresi atau penyusutan, hasil inilah yang dimaksud dengan arus kas masuk perusahaan. *Cashflow* atau arus kas bersih yang positif akan mempengaruhi jumlah *cash holding* perusahaan secara linier. Semakin meningkat *cashflow* atau arus kas positif perusahaan maka semakin meningkat pula *cash holding* perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori yang dinyatakan oleh Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston dalam Buku *Manajemen Keuangan* yang menyatakan bahwa pelaporan kas atau posisi

kas dalam neraca dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya adalah *cashflow*, atau arus kas bersih positif yang akan menyebabkan saldo kas menjadi lebih tinggi saat hal lain yang bersifat pengeluaran dianggap konstan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *cash flow* mempengaruhi sensitivitas *cash holding* terhadap *cash flow* atau perubahan *cash holding* secara linear.

### **2.1.3. *Cash holding dan Sensitivitas Cash holding terhadap Cash flow***

Dichu Bao, Kam C.Chan, dan Weining Zhang (2012) memformulasikan *Cash holding* dalam penelitiannya sebagai rasio dari penahanan kas atau nominal kas yang terdapat dalam laporan posisi keuangan terhadap total aset. *Cash holding* atau sejumlah kas yang ditahan perusahaan pada hakikatnya adalah sejumlah nominal tertentu yang dimiliki dan dilaporkan perusahaan dalam bentuk akun kas dan setara kas sebagai aset berwujud perusahaan. *Cash holding* merupakan hasil dari aktivitas lalu lintas dana atau arus kas perusahaan yang digunakan untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi entitas/ perusahaan, membayar dividen, dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan sumber pendanaan dari luar (IAI, 2012). Sehingga dapat disimpulkan *Cash holding* atau penahanan kas adalah sejumlah kas tertentu yang memungkinkan perusahaan untuk dapat mendanai investasi-investasi dan kewajiban lainnya untuk mencegah biaya yang tinggi dari peningkatan pembiayaan perusahaan.

Sementara sensitivitas *cash holding* terhadap *cash flow*

didefinisikan sebagai perubahan *cash holding* dari tahun sebelumnya ke tahun bersangkutan. Sehingga dalam penelitian yang dilakukan oleh Dichu Bao, Kam C.Chan, dan Weining Zhang (2012), sensitivitas *cash holding* terhadap *cash flow* diformulasikan sebagai  $\Delta \text{Cash holding}$  yang dihitung dari kas atau setara kas pada tahun  $t$  dikurangi dengan kas atau setara kas pada tahun  $t-1$ . Sensitivitas atau perubahan *cash holding* dipengaruhi oleh beberapa faktor, diantaranya yang disebutkan oleh Brigham dan Houston (1998) yang menyatakan bahwa pelaporan kas atau posisi kas yang dilaporkan dalam neraca dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain :

- Arus kas (*cashflow*)

Arus kas bersih yang positif akan menyebabkan saldo kas yang lebih tinggi , sementara hal lain yang berupa pengeluaran dianggap konstan.

- Perubahan modal kerja (*net working capital*)

Modal kerja bersih didefinisikan sebagai aktiva lancar dikurangi dengan kewajiban lancar. Kenaikan aktiva lancar seperti persediaan dan piutang akan menurunkan nominal kas karena adanya konversi kas ke dalam bentuk persediaan dan piutang, seperti pembelian persediaan yang berarti perusahaan mengeluarkan sejumlah kas tertentu untuk mendapatkan persediaan. Begitu juga dengan kewajiban lancar seperti hutang, kenaikannya berimplikasi pada kenaikan arus kas masuk dari aktivitas pendanaan/pembiayaan dan penurunannya berimplikasi terhadap penurunan kas.

- Aktiva tetap

Peningkatan aktiva tetap berimplikasi pada penurunan posisi kas, sementara penurunannya berimplikasi pada peningkatan kas karena adanya aktivitas penjualan. Arus kas ini dilaporkan sebagai aktivitas investasi perusahaan.

- Kenaikan hutang

Kenaikan hutang merupakan bagian dari aktivitas pendanaan/pembiayaan perusahaan. Kenaikan pada hutang berimplikasi pada peningkatan kas perusahaan sebagaimana dalam perhitungan dan pencatatan akuntansi.

- Penambahan modal sendiri

Penambahan modal sendiri merupakan bagian dari aktivitas pendanaan/pembiayaan perusahaan. Ketika terjadi penambahan modal sendiri mengindikasikan adanya sejumlah modal yang disetorkan dan akan menambah nilai nominal kas perusahaan.

#### **2.1.4. Kendala Keuangan (Financial Constraint)**

Financial constraint diartikan secara umum sebagai kondisi keterbatasan keuangan perusahaan untuk membiayai proyek investasinya, yang tidak dapat dipenuhi oleh sumber keuangan eksternal kecuali oleh keuangan internal perusahaan sendiri. Hal ini sesuai dengan definisi Dichu Bao, Kam C.Chan, dan Weining Zhang (2012) yang mengatakan bahwa perusahaan dengan batasan finansial (financial constraint) adalah perusahaan yang lebih kecil kemungkinannya untuk melakukan investasi

pada proyek-proyek baru karena keterbatasan mereka dalam memperoleh pendanaan atau pembiayaan eksternal. Lebih lanjut dijelaskan bagaimana perusahaan dapat dikategorikan ke dalam perusahaan dengan kendala finansial melalui 3 cara yakni :

1. Melalui aktivitas pembayaran dividen perusahaan dalam arus kas keluar investasi. Jika perusahaan tidak membayar dividen secara tunai pada tahun  $t$ , perusahaan tersebut termasuk dalam kelompok *financially constrained firm*, sementara jika perusahaan membayar dividen secara tunai pada tahun  $t$  maka perusahaan dikategorikan perusahaan yang tidak terkendala secara finansial.
2. Melakukan pemeringkatan perusahaan berdasarkan nilai buku asset total pada masing – masing tahun fiskal, perusahaan yang terletak pada kuartil terbawah pada distribusi tahunan, termasuk dalam kelompok *financially constrained firm*. Sementara yang berada pada kuartil menengah hingga atas dikategorikan dalam *financially unconstrained firm*.
3. Melakukan pengklasifikasian berdasarkan Bond Rate perusahaan yang diterbitkan oleh lembaga pemeringkat kredit. Perusahaan dengan kredit rating di bawah B atau tidak pernah mendapatkan rating untuk kredit selama tahun penelitian dikategorikan dalam *financially constrained firm*.

Perusahaan dengan kendala finansial akan berupaya untuk menjaga ketersediaan dana atau likuiditas perusahaan dalam menjalankan operasi

bisnis. Sehingga kecenderungannya saat perusahaan mengalami negatif *cash flow*, perusahaan akan mengakumulasi atau menahan sejumlah kas tertentu melalui penyimpanan dalam bentuk *cash holding* untuk mendanai atau bahkan menyelesaikan proyek yang tidak menguntungkan yang menyebabkan *cash flow* perusahaan negatif. Sehingga dapat disimpulkan perusahaan-perusahaan yang terkendala secara finansial merespon sensitivitas *cash flow* dari *cash holding* pada normal intuisi atau dengan kata lain tidak terdapat asimetri.

#### **2.1.5. Outside Monitoring**

*Outside monitoring* atau pengawasan yang dilakukan oleh pemangku kepentingan di luar manajerial merupakan salah satu bentuk pengendalian terhadap kemungkinan terjadinya masalah-masalah agensi. *Outside monitoring* dapat diproksi dengan melihat persentase dari kepemilikan institusional dalam distribusi kepemilikan perusahaan.

Jansen dan Meckling dalam Wahidawati 2002 menyatakan untuk mengatasi masalah keagenan atau mengurangi biaya agensi dapat dilakukan dengan cara mengaktifkan monitoring melalui investor-investor institusional. Adanya kepemilikan saham oleh investor institusional (keuangan) seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan.



Institusi, merujuk pada institusi keuangan biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Misalnya perusahaan investasi yang merupakan himpunan dari berbagai sumber kekuasaan tertentu. Semakin banyak saham yang dikuasai oleh institusi keuangan maka akan semakin kuat pula *outside monitoring* perusahaan sehingga dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh manajemen. Dalam kaitannya dengan penelitian ini, asimetri sensitivitas *cash holding* terhadap *cash flow* yang terjadi akibat masalah-masalah keagenan dari para manajer yang memiliki kecenderungan untuk memperkaya diri melalui proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan akan diminimalisasi seiring dengan semakin kuatnya *outside monitoring* atau semakin tingginya proporsi kepemilikan institusional.

## 2.2 Penelitian Terdahulu

Dalam sub-bab ini akan dijelaskan mengenai penelitian-penelitian terdahulu mengenai sensitivitas *cash flow of cash holding*.

### 1. Penelitian Almeida, Campello, dan Weisbach (2004). Almeida (2004)

Penelitian awal dilakukan oleh Almeida, Campello, dan Weisbach (2004) dengan judul "*The cash flow sensitivity of cash*". Almeida (2004) mengembangkan sebuah model untuk menunjukkan bahwa hanya perusahaan yang dibatasi secara financial, karena keterbatasan akses mereka pada pasar modal eksternal, mereka menyimpan cash dari *cash flow*, sementara

perusahaan yang tidak dibatasi secara financial tidak melakukan hal itu. Hubungan positif antara perubahan pada *cash holding* dan *cash flow* mengindikasikan bahwa perusahaan menambah *cash holding*nya ketika mereka memiliki positif *cash flow*, dan begitu sebaliknya. Penelitian yang dilakukan oleh Almeida didasarkan pada logika berpikir bahwa ketika mengalami peningkatan pada arus kas atau arus kas positif, maka perusahaan akan mempertahankannya dengan menyimpan dalam bentuk *cash*, sehingga *cash holding* meningkat. Sebagai hasilnya, sensitivitas *cash flow* dari *cash holding* memiliki kecenderungan bersifat positif.

2. Penelitian Riddick, Leigh A., and Toni M. Whited.(2009)

Riddick dan Whited (2009) melalui penelitiannya tentang sensitivitas *cash holding* yang berjudul “*The Corporate Propensity to Save*” memberikan kesimpulan yang kontras tentang sensitivitas arus kas dari kas. Riddick dan Whited merekonsiliasi kesimpulan mereka yang bertentangan dengan sensitivitas *cash flow* dari kas yang relatif milik penelitian Almeida. Riddick beranggapan ketika perusahaan memiliki peningkatan *cash flow* maka *cash holding* akan diubah ke dalam bentuk investasi atau proyek yang lebih menguntungkan, dengan kata lain ketika perusahaan mengalami *cash flow* positif, maka ada kecenderungan perusahaan untuk mengurangi *cash holding*nya dan begitu sebaliknya. Sebagai hasilnya, dari penelitian yang dilakukan oleh Riddick dan Whited (2009) disimpulkan bahwa sensitivitas arus kas dari kas kecenderungannya bersifat negatif. Namun, kelemahan penelitian Riddick dan Whited (2009) tidak memperhatikan variabel kontrol.

### 3. Penelitian Wilda Siska Dewi dan Eka Pria Anas (2011)

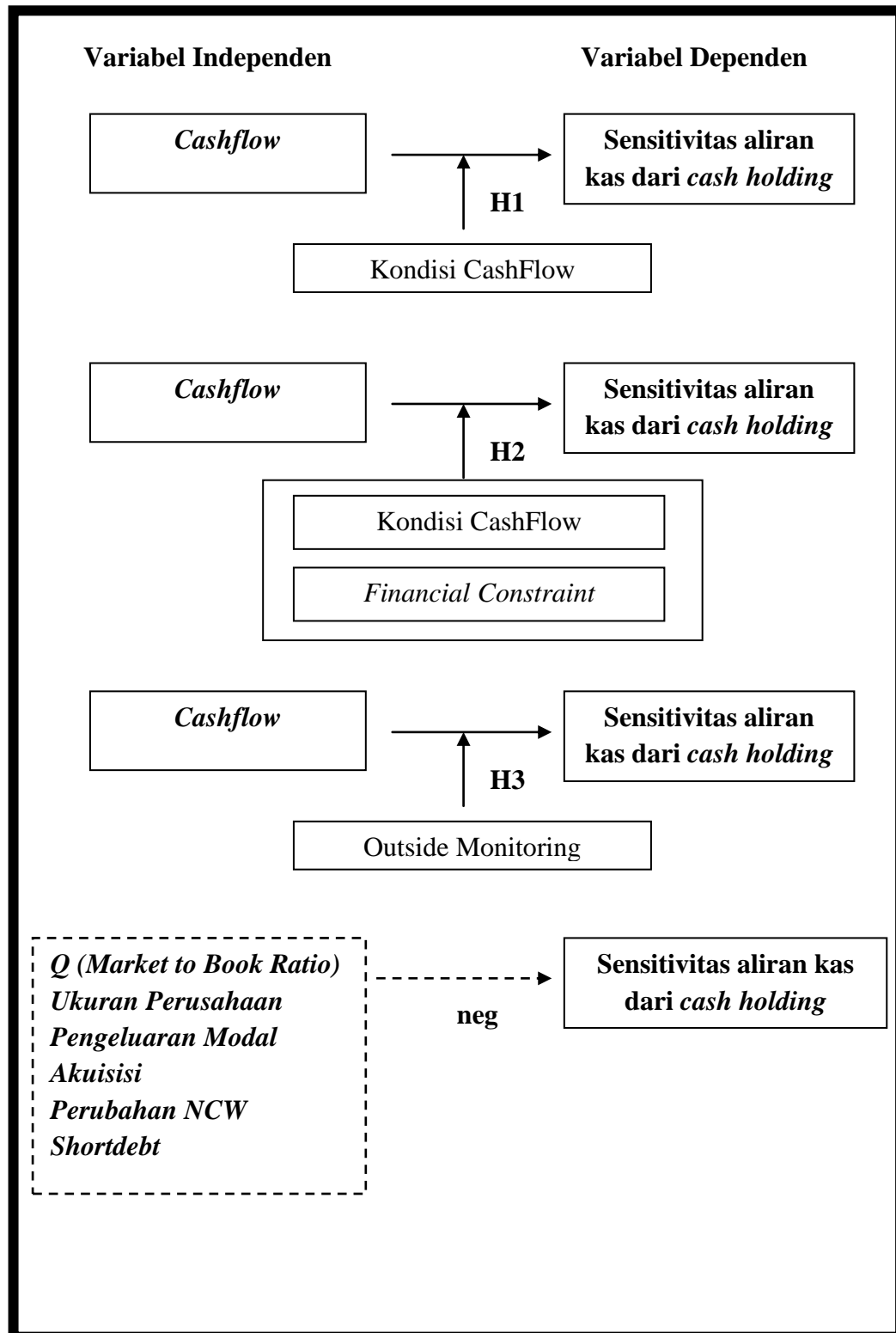
Penelitian yang berjudul “Tren Sekuler *Cash holding*” ini bertujuan untuk menginvestigasi tren sekuler *cash holding* pada perusahaan-perusahaan manufaktur antar Negara ASEAN yakni Filipina, Indonesia, Malaysia, Singapura dan Thailand. Penelitian ini menguji pengaruh perubahan karakteristik-karakteristik perusahaan terhadap *cash holding* perusahaan. Dari hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa perubahan karakteristik perusahaan yang ditandai dengan perubahan tingkat modal kerja, pengungkit (*leverage*), dan pengeluaran modal (*capital expenditure*) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap tren sekuler *cash holding* perusahaan manufaktur, sedangkan tingkat *lagged cash holding* atau kas pada periode sebelumnya memiliki pengaruh positif signifikan terhadap tingkat *cash holding* perusahaan manufaktur di 5 negara ASEAN.

#### 2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis

Pada bagian ini dijelaskan dan digambarkan kerangka pemikiran teoritis. Gambar 2.1 menunjukkan hubungan berbagai variabel yang meliputi Kondisi arus kas perusahaan, *Financial constraint* atau kendala keuangan perusahaan dan *Outside monitoring* yang memoderasi hubungan *cash flow* terhadap sensitivitas aliran kas dari *cash holding*. Gambaran tersebut merupakan dasar pemikiran logis yang mendasari pengembangan hipotesisi pada penelitian ini.

Gambar 2.1

## Kerangka Pemikiran Teoritis Hipotesis



Penelitian ini merupakan perluasan dari penelitian yang dilakukan oleh Almeida dkk., (2004) dan Riddick dan Whited (2009) mengenai sensitivitas arus kas. Perluasan dilakukan dengan cara melingkupkan asimetri sensitivitas *cash flow* dari kas pada lingkungan kas flow yang bersifat positif dan negatif.

Secara umum, sensitivitas *cash holding* terhadap *cash flow* utamanya dipengaruhi oleh arus kas masuk (*cash flow*). Arus kas positif bersih akan meningkatkan *cash holding* perusahaan pada tahun bersangkutan (Brigham dan Houston, 1998) sedangkan faktor lain yang turut mempengaruhi perbedaan *cash holding* perusahaan dari tahun ke tahun adalah kondisi arus kas perusahaan yang dibedakan dalam arus kas positif dan negatif. Berdasarkan penelitian yang dikembangkan oleh Dichu Bao, Kam Chan, Weining Zhang, (2012) sebagaimana yang menjadi rujukan dalam penelitian ini, kondisi arus kas perusahaan mempengaruhi dan memoderasi hubungan arus kas bersih positif (*cashflow*) terhadap perubahan *cash holding* perusahaan. Kondisi arus kas perusahaan juga menjadi faktor terjadinya asimetri sensitivitas arus kas dari *cash holding*, sebagaimana telah dijelaskan dalam subab sebelumnya. Sehingga, kerangka pemikiran teoritis untuk hipotesis pertama sebagaimana ditunjukkan dalam **Gambar 2.1 (Hipotesis 1)** menjelaskan bahwa kondisi arus kas perusahaan akan memoderasi pengaruh *cashflow* terhadap sensitivitas aliran kas dari kas. Menurut Dichu Bao, Kam Chan, Weining Zhang (2012) Perusahaan yang mengalami positif *cash flow* memiliki kecenderungan untuk mengubah likuiditas kas menjadi peluang investasi yang lebih menguntungkan. Sehingga sensitivitasnya cenderung bersifat negatif. Namun, lain halnya ketika perusahaan mengalami negatif *cash*

*flow* sebagai akibat dari proyek yang tidak menguntungkan (NPV negatif), Bahkan kecenderungannya perusahaan menurunkan *cash holding* untuk mendukung proyek buruk yang sedang berjalan karena kontrak proyek yang mengikat, insentif untuk penahanan berita buruk, dan/ atau masalah agensi. Karenanya, sensitivitas *cash flow* dari kas memperlihatkan asimetri pada positif dan negatif lingkungan *cash flow* (*cash flow environments*).

Sebagaimana yang tertera pada penelitian yang menjadi rujukan, penulis menguji apakah sensitivitas *cash flow* juga bersifat asimetri ketika perusahaan mengalami hambatan atau kendala finansial. Karena secara logika, perusahaan yang terkendala secara finansial memiliki kecenderungan untuk menjaga ketersediaan dana dengan lebih memilih menyimpan kas dibanding mengejar peluang investasi. Dan ketika ternyata perusahaan yang terkendala secara finansial mengalami negatif *cash flow* akibat nilai proyek yang merugikan, perusahaan akan berupaya mengakumulasi dana/kas untuk mendanai serta menyelesaikan proyek tersebut. Hal ini dilakukan karena keterbatasan akses mereka pada pendanaan eksternal. Kendala finansial yang dialami perusahaan juga turut mempengaruhi sensitivitas arus kas dari *cash holding*. Sehingga, kerangka pemikiran teoritis untuk hipotesis kedua sebagaimana ditunjukkan dalam **Gambar 2.1 (Hipotesis 2)** menjelaskan bahwa kondisi arus kas perusahaan dan kendala finansial perusahaan memoderasi hubungan antara *cashflow* dengan sensitivitas arus kas dari *cash holding*. Kami menduga bahwa kemungkinan terjadinya asimetri sensitivitas *cash holding* pada perusahaan yang terkendala secara

finansial jauh lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak terkendala secara finansial.

Dalam kaitannya dengan masalah agensi, penulis menduga bahwa terjadinya asimetri sensitivitas arus kas dari *cash holding* dikarenakan masalah-masalah agensi. Masalah agensi tersebut dilatarbelakangi tindakan para manajer untuk memaksimalkan keuntungan melalui proyek yang tidak menguntungkan melalui proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Dengan menggunakan presentase *institutional holding* pada tahun yang bersangkutan sebagai proksi untuk pengendalian masalah agensi, dihasilkan kerangka pemikiran teoritis untuk hipotesis ketiga sebagaimana ditunjukkan dalam **Gambar 2.1 (Hipotesis 3)**. Gambar tersebut menjelaskan bahwa *outside monitoring* perusahaan memoderasi hubungan antara *cashflow* dengan sensitivitas arus kas dari *cash holding*. Semakin kuat *outside monitoring* yang diproksi dengan adanya kepemilikan institusional dalam distribusi kepemilikan perusahaan maka asimetri sensitivitas *cash holding* terhadap arus kas lebih kecil kemungkinannya untuk terjadi asimetri dalam sensitivitas *cash holding*.

Sensitivitas arus kas dari *cash holding* juga dipengaruhi oleh hal-hal atau aktivitas yang secara langsung melibatkan arus lalu lintas dana. Sebagaimana yang dirumuskan dalam penelitian Dichu Bao, Kam Chan, Weining Zhang (2012), perubahan jumlah *cash holding* dari tahun ke tahun antara lain dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, aktivitas akuisisi yang dilakukan perusahaan pada tahun bersangkutan, rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku aset yang mencerminkan tingkat modal perusahaan, belanja modal yang dilakukan

perusahaan selama tahun bersangkutan, perubahan modal kerja perusahaan, serta tingkat hutang jangka pendek. Selanjutnya beberapa indikator tersebut digunakan variabel kontrol dalam penelitian guna memperkuat pengaruh hubungan *cash flow* terhadap sensitivitas arus kas dari *cash holding*.

#### **2.4 Hipotesis**

Perubahan *cash holding* yang terjadi pada perusahaan pada tiap tahunnya utamanya dipengaruhi oleh arus kas masuk (*cash flow*) sebagai bentuk akumulasi laba bersih satu tahun operasi dalam bentuk kas yang jumlahnya memiliki pengaruh linear terhadap jumlah kas yang ditahan (*cash holding*) perusahaan. Peningkatan *cashflow* atau arus kas masuk akan berimplikasi pada peningkatan jumlah kas yang ditahan oleh perusahaan atau entitas (Brigham dan Houston, 1998). Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan linear antara *cash flow* ( arus kas masuk) dengan perubahan atau sensitivitas *cash holding*. Namun, sensitivitas *cash holding* terhadap arus kas berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Dichu Bao, Kam Chan, Weining Zhang, (2012) sebagaimana yang menjadi rujukan dalam penelitian ini, juga dipengaruhi oleh kondisi arus kas pada tahun bersangkutan. Kondisi arus kas secara langsung mempengaruhi dan juga memoderasi hubungan logis antara *cash flow* dengan perubahan *cash holding* / sensitivitas *cash holding* terhadap arus kas. Namun, merujuk pada kontradiksi hasil penelitian antara penelitian yang dilakukan oleh Riddick dan Whited (2009) yang menyatakan bahwa sensitivitas arus kas pada umumnya bersifat negatif dan penelitian yang dilakukan oleh Almaida (2004) yang menyatakan bahwa kecenderungan sensitivitas arus kas pada kas bersifat positif, penulis menduga



bahwa terdapat asimetri sensitivitas arus kas dari kas yang kemungkinan disebabkan oleh kondisi arus kas itu sendiri. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kondisi arus kas perusahaan akan memoderasi pengaruh cashflow terhadap sensitivitas aliran kas dari kas. Kondisi aliran kas (*cash flow*) perusahaan dapat diklasifikasikan ke dalam dua kategori, yakni positif dan negatif arus kas. Menurut Dichu Bao, Kam Chan, Weining Zhang (2012) Perusahaan yang mengalami positif *cash flow* memiliki kecenderungan untuk mengubah likuiditas kas menjadi peluang investasi yang lebih menguntungkan. Sehingga sensitivitasnya cenderung bersifat negatif. Namun, lain halnya ketika perusahaan mengalami negatif *cash flow* sebagai akibat dari proyek yang tidak menguntungkan (NPV negatif), perusahaan tidak akan menyimpan ukuran yang sama dari *cash holding* dengan mengakhiri semua proyek yang buruk. Bahkan kecenderungannya perusahaan menurunkan *cash holding* untuk menyelesaikan proyek buruk yang sedang berjalan karena kontrak proyek yang mengikat, insentif untuk penahanan berita buruk, dan/ atau masalah agensi. Karenanya, sensitivitas *cash flow* dari kas memperlihatkan asimetri pada positif dan negatif lingkungan *cash flow* (*cash flow environments*). Berdasarkan pemikiran tersebut maka perumusan untuk hipotesis pertama adalah :

**H1 : Kondisi arus kas memoderasi hubungan antara cashflow dan sensitivitas arus kas dari kas.**

Penulis juga menguji variasi sensitivitas arus kas dari *cash holding* ketika perusahaan diklasifikasikan ke dalam perusahaan dengan kendala finansial (*Financial Constraint*) dan perusahaan yang tidak mengalami kendala finansial. Pengujian ini bertujuan untuk melihat perbedaan besaran asimetri sensitivitas arus

kas pada kas yang disebabkan oleh kondisi arus kas perusahaan antara perusahaan yang terkendala secara finansial dan yang tidak. Merujuk pada hasil penelitian Dichu Bao, Kam Chan, Weining Zhang (2012) ketika *cash flow* perusahaan negatif, perusahaan dengan batasan finansial berupaya untuk tetap mendanai beberapa proyek dengan NPV (net present value) negatif dengan mengakumulasi sejumlah dana melalui penahanan kas karena keterbatasan mereka pada akses modal. Lebih lanjut mereka berpendapat bahwa tingkat / rentang pembiayaan pada proyek yang memiliki negatif NPV lebih kecil karena batasan atau kendala finansial. Hal ini mengindikasikan bahwa, dibandingkan perusahaan yang tidak dibatasi finansialnya, perusahaan dengan batasan finansial kemungkinan berinvestasi lebih kecil pada proyek baru, hal ini dikarenakan kesulitan untuk mencapai pendanaan eksternal. Oleh karena itu perusahaan dengan kendala finansial akan melakukan penahanan kas lebih banyak. Untuk menghadapi *profit shocks*, perusahaan akan lebih memilih menyimpan uang disbanding mengejar peluang investasi yang bagus. Kami menduga bahwa kemungkinan terjadinya asimetri sensitivitas *cash holding* pada perusahaan yang terkendala secara finansial jauh lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak terkendala secara finansial. Oleh karena itu hipotesis kedua kami berbunyi:

**H2 : Financial Constraint dan Kondisi Arus Kas perusahaan memoderasi hubungan antara cashflow dan sensitivitas arus kas dari kas.**

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Dichu Bao, Kam Chan, Weining Zhang (2012). Penulis menduga sensitivitas *cash flow* yang bersifat asimetri mungkin saja disebabkan oleh fakta bahwa manajer mencari keuntungan

pribadi dengan investasi berlebih pada proyek yang tidak menguntungkan dan tidak untuk menyelesaikannya. Dengan menggunakan presentase *institutional holding* pada tahun yang bersangkutan sebagai proksi untuk masalah agensi, dapat disimpulkan bahwa *outside monitoring* perusahaan memoderasi hubungan antara *cashflow* dengan sensitivitas arus kas dari *cash holding*. Semakin kuat *outside monitoring* yang diproksi dengan adanya kepemilikan institusional dalam distribusi kepemilikan perusahaan akan meminimalisasi terjadi masalah-masalah agensi, sehingga asimetri sensitivitas *cash holding* terhadap arus kas lebih kecil kemungkinannya untuk terjadi. Sehingga rumusan untuk hipotesis ketiga adalah :

**H3 : Outside monitoring memoderasi hubungan antara cashflow dan sensitivitas arus kas dari kas.**

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

Dalam bab ini akan dipaparkan bagaimana prosedur dan mekanisme penelitian ini dilakukan. Untuk itu akan dijelaskan mengenai definisi dan operasionalisasi variabel yang digunakan pada penelitian, populasi dan sampel data, metode pengumpulan data, dan metode analisis. Berikut penjelasan secara rinci.

#### **3.1 Definisi dan Operasionalisasi Variabel**

Variabel adalah sesuatu yang dapat membedakan dan membawa variasi pada nilai (Sekaran, 2003). Secara umum dalam penelitian ini melibatkan tiga variabel yaitu variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol.

##### **1. Variabel Dependen (Y)**

Variabel dependen dalam penelitian ini dispesifikasikan sesuai dengan model pada masing – masing hipotesis, karena tiap hipotesis diuji dan dianalisis dengan model yang berbeda. Variabel dependen untuk keseluruhan model pada hipotesis 1, 2 dan 3 adalah *CashFlow* yang menginterpretasikan sejumlah arus kas masuk atau penerimaan yang diperoleh perusahaan untuk membiayai aktivitas operasi, investasi bahkan membiayai proyek yang produktif.

##### **2. Variabel Independen (X)**

Variabel dependen untuk keseluruhan model pada hipotesis 1, 2 dan 3

adalah  $\Delta Cash\ holding$  yang menginterpretasikan sensitivitas arus kas dari *cash holding*. Dan diformulasikan sebagai selisih kas pada tahun  $t$  dan  $t-1$  dibagi dengan total aset perusahaan.

### **3. Variabel Moderating**

Variabel moderating dalam penelitian ini dibedakan sesuai dengan spesifikasi model empiris untuk tiap – tiap hipotesis. Untuk hipotesis 1, variabel moderating yang digunakan merupakan kondisi arus kas perusahaan dan diproksi dengan variabel dummy. Sedangkan untuk hipotesis 2, variabel moderating yang digunakan adalah kondisi arus kas dan kendala finansial perusahaan serta interaksi keduanya. Dan untuk hipotesis 3 digunakan *outside monitoring* yang diproksi dengan kepemilikan institusional sebagai variabel moderating.

#### **3.2 Populasi dan Sampel Penelitian**

Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dichu Bao, Kam Chan, Weining Zhang (2012) sebagaimana rujukan dalam penelitian ini, populasi penelitian mencakup semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Alasan yang mendasari pemilihan objek sampel pada sektor manufaktur antara lain dikarenakan karena jenis sektor ini mendominasi perusahaan-perusahaan non keuangan yang listing di Bursa Efek Indonesia yakni kurang lebih sebesar 40% dari seluruh perusahaan non keuangan *go public*.. Banyaknya perusahaan pada sektor industri ini membuat sektor manufaktur memiliki keunggulan dalam merepresentasikan hasil penelitian secara umum untuk seluruh jenis sektor industri. Hal lain yang mendasari adalah ketersediaan

konsep penelitian dengan karakteristik perusahaan-perusahaan manufaktur yang mencakup proyek dan investasi yang dilakukan, aktivitas bisnis yang jelas dan tercermin dalam laporan arus kas serta ketersediaan beberapa indikator yang menjadi variabel dalam penelitian ini pada sektor manufaktur.

Adapun periode yang digunakan dalam penelitian ini adalah tahun 2010-2012, Rentang waktu selama 3 tahun dianggap mampu merepresentasikan kondisi yang sesuai dengan kriteria penelitian sehingga hasilnya pun *valid* dan *reliable*. Sementara pengambilan sampel menggunakan desain pengambilan sampel secara probabilitas dengan metode Proporsional. Secara teknis populasi dibagi dalam beberapa segmen, dalam kaitannya dengan penelitian ini perusahaan manufaktur terlebih dahulu dibagi sesuai dengan klasifikasi industrinya. Kemudian sampel diambil sesuai proporsi jumlah tiap segmen.

Adapun penentuan ukuran sampel didasarkan pada tabel penentuan jumlah sampel yang disesuaikan dengan jumlah populasi yang terdapat pada Buku *Research Method for Business*. Sampel yang mampu merepresentasikan gambaran secara umum populasi setidaknya berjumlah 50% dari keseluruhan populasi (Sekaran, 2003). Atas dasar itulah penentuan jumlah sampel pada perusahaan manufaktur dengan rata-rata jumlah per tahunnya sebesar 140, adalah sebesar 70 perusahaan per tahun. Sehingga keseluruhan jumlah sampel penelitian untuk rentang waktu 2010-2012 adalah sebesar 210 sampel.

### **3.3 Jenis dan Sumber Data**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder merupakan data yang diperoleh secara tidak langsung dan tersedia

melalui berbagai media. Data sekunder dalam penelitian ini berupa *annual report* dan laporan keuangan masing-masing perusahaan publik periode tahun 2010-2012, serta data perusahaan yang diperoleh dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), dan *Fact Book IDX*.

#### **1.4 Metode Pengumpulan Data**

Data dalam penelitian dikumpulkan, dikaji dan dianalisis melalui pengumpulan data empiris berupa sumber data yang diterbitkan oleh perusahaan seperti laporan tahunan (*annual report*) dan dipublikasikan secara terorganisir oleh Bursa Efek Indonesia. Data juga dilengkapi dengan informasi tambahan yang diperoleh dari *Indonesian capital Market Directory* (ICMD), *Fact Book IDX* serta berbagai buku dan jurnal pendukung dan sumber-sumber lainnya yang berkaitan dengan bidang penelitian.

#### **3.5 Metode Analisis Data**

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah regresi linear berganda. Selain itu juga dilakukan pengujian dan analisis terhadap gambaran variabel-variabel penelitian melalui statistik deskriptif, dan pengujian terhadap kelayakan model regresi. Berikut ini penjelasan terperinci mengenai metode analisis dalam penelitian ini:

##### **3.5.1 Uji Statistik Deskriptif**

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan deskripsi terkait variabel-variabel yang terdapat dalam model penelitian ini. Pengujian dalam statistik deskriptif didasarkan pada nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum dan minimum (Ghozali, 2011) Melalui pengujian statistik deskriptif, persebaran data

serta distribusi frekuensi variabel dapat diinterpretasikan dan lebih mudah dimengerti oleh pembaca.

### 3.5.2 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan bahwa sampel yang diteliti terbebas dari gangguan multikolonieritas, autokorelasi, heteroskedastisitas dan normalitas. Sehingga sampel yang dihasilkan melalui spesifikasi model regresi tertentu memenuhi asumsi BLUE (Best, Linear, Unbiased dan Estimator)

#### 3.5.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel-variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2011). Hal ini berimplikasi pada validitas uji statistik dari regresi. Model regresi yang baik ketika nilai residualnya memiliki distribusi data yang normal atau mendekati normal. Dalam penelitian, untuk menguji normalitas data dilakukan dengan uji statistic non parametrik *one-sample Kolmogorov-Smirnov*. Dasar pengambilan keputusan dari *one-sample Kolmogorov-Smirnov* adalah dengan membuat hipotesis:

H<sub>0</sub> : Data residual berdistribusi normal

H<sub>A</sub> : Data residual tidak berdistribusi normal

Sehingga, intepetasi hasil uji dan pengambilan keputusan dilakukan sesuai dengan ketentuan sebagai berikut:

1. Jika hasil *one-sample Kolmogorov-Smirnov* di atas tingkat signifikansi 0,05 maka H<sub>A</sub> ditolak atau H<sub>0</sub> diterima. Hal ini menunjukkan bahwa pola



residual yang distribusi normal, maka model regresi tersebut memenuhi asumsi normalitas; dan

2. Jika hasil *one-sample Kolmogorov-Smirnov* di bawah tingkat signifikansi 0,05 atau signifikan pada tingkat probabilitasnya, maka  $H_A$  diterima. Dengan kata lain data residual tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tersebut tidak memenuhi asumsi normalitas.

### 3.5.2.2 Uji Multikolonieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2011). Model regresi yang baik adalah ketika tidak terjadi korelasi di antara variabel independennya, karena hal ini akan menjadikan penelitian bersifat bias. Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolonieritas dalam model regresi dapat dilihat dari *tolerance value* dan *variance inflation factor* (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi. Model regresi yang bebas multikolinieritas mempunyai nilai *tolerance* di atas 0,1 atau nilai VIF di bawah 10 (Ghozali, 2011).

### 3.5.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2011). Jika varians dari residual satu pengamatan

ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang berjenis homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas.

Untuk menguji ada atau tidaknya indikasi heteroskedastisitas dalam penelitian ini salah satunya dilakukan dengan Uji Glejser. Dalam pengujian heteroskedastisitas dengan uji gletser, dilakukan peregresian antara absolute residual terhadap variabel independen. Ketika uji Glejser menunjukkan hasil analisis signifikansi variabel  $> 0.05$ , maka variabel penelitian bebas dari heterokedastisitas.

#### 3.5.2.4 Uji autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan penganggu pada periode saat ini ( $t$ ) dengan kesalahan penganggu pada periode sebelumnya ( $t-1$ ) (Ghozali,2011) Dalam penelitian ini uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan Uji Durbin – Watson (DW Test). Pengambilan keputusan didasarkan pada nilai *Durbin Watson* pada analisis regresi yang disesuaikan dengan tabel keputusan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
Tidak ada autokorelasi negatif	No decision	$dl \leq d \leq du$
Tidak ada korelasi negatif	Tolak	$4 - dl < d < du$
Tidak ada korelasi negatif	No decision	$4 - du \leq d \leq 4 - dl$
Tidak ada autokorelasi, Positif atau Negatif	Tidak ditolak	$du < d < 4 - du$

### 3.5.3 Analisis Regresi Berganda

Hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan metode analisis *Regresi Berganda*. Regresi berganda adalah alat analisis yang digunakan untuk mengukur seberapa jauh pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap satu variabel dependen (Ghozali, 2011). Sementara teknik estimasi variabel yang melandasi analisis regresi adalah Ordinari Least Squares (OLS). Ketepatan fungsi regresi dalam menaksir nilai actual dapat dikur dari Goodness of Fitnya. Secara statistik analisis ini dapat dikur dari nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) yang menginterpretasikan kemampuan variabel independen dalam menerangkan variansi variabel dependen. Kemudian melalui uji signifikansi simultan (Uji Statistik F) untuk mengetahui pengaruh secara simultan variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Dan melalui Uji signifikansi parameter individual (Uji Statistik t) untuk mengetahui pengaruh secara individual variabel dependen terhadap variabel independen. Dengan tingkat signifikansi sebesar 10%, untuk keseluruhan pengujian hipotesis yang memiliki signifikansi kurang dari 10 % maka hipotesis alternatif diterima.

Pengujian hipotesis menggunakan spesifikasi model empirik yang berbeda untuk setiap hipotesisnya, Adapun formulasi model dasar untuk tiap hipotesis adalah sebagai berikut:

#### 3.5.3.1 Hipotesis 1

Pengujian terhadap Hipotesis dilakukan dengan menggunakan model dasar yang diformulasikan oleh Dichu Bao, Kam Chan, Weining Zhang (2012). Dengan

menggunakan BASE MODEL EQUATION 1, base model ini digunakan untuk melihat sensitivitas *cash flow* dengan formulasi :

$$\Delta\text{CashHoldings}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1\text{Cashflow}_{it} + \alpha_2\text{Neg}_{it} + \alpha_3\text{Cashflow}_{it}^* \\ \text{Neg}_{it} + \alpha_4\text{Q}_{it} + \alpha_5\text{Size}_{it} + \alpha_6\text{Expenditure}_{it} + \alpha_7\text{Acquisition}_{it} + \\ \alpha_8\Delta\text{NCWC}_{it} + \alpha_9\text{Shortdebt}_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (\text{Persamaan 1})$$

Dimana :

#### **Variabel dependen**

$\Delta\text{CashHoldings}$  : kas pada tahun t, dikurangi kas pada tahun t- 1  
dibagi dengan total asset

#### **Variabel Independen**

Cashflow : laba sebelum extraordinary items dan depresiasi  
dibagi total asset

Neg : sebuah variabel indicator yang sama dengan 1,  
apabila perusahaan memiliki negative *cash flow*,  
dan 0, sebaliknya

Q : jumlah nilai pasar dari ekuitas dan total book  
asset dikurangi nilai buku ekuitas dibagi dengan  
nilai buku asset

Size : log natural total asept

Expenditure : pengeluaran modal dibagi dengan total asset

Acquisition	: sebuah variabel indicator yang sama dengan 1, apabila perusahaan membuat akuisisi di tahun tersebut, dan 0, sebaliknya
NCWC	: net non cash working capital (working capital minus cash) dibagi dengan total asset
$\Delta$ NCWC	: NCWC tahun t minus NCWC tahun t – 1
Shortdebt	: utang jangka panjang dibagi total asset

Variabel utama dalam persamaan 1 mengikuti definisi variabel dari Riddick dan Whited (2009) yakni sensitivitas *cash holding* dipengaruhi oleh arus kas bersih perusahaan (*cash flow*). dan variabel kontrol lainnya mengikuti model dalam penelitian Almeida et al. (2004), dengan penambahan variabel indikator (Neg) berupa variabel dummy dengan *exclude* yang memperlihatkan *cash flow* positif, dan *sebuah interaction term* (Cashflow\*Neg) untuk menentukan bagaimana sensitivitas *cash flow* bervariasi sesuai kondisi arus kas perusahaan.

Berdasarkan persamaan 1 terlihat bahwa Neg sebagai variabel indikator yang diukur secara dummy dimana sama dengan 1 jika perusahaan mengalami negatif *cash flow* dan sama dengan 0 jika sebaliknya, bertindak sebagai variabel quasi moderator (moderator semu). Variabel moderator (Neg) berfungsi sebagai variabel independen yang memiliki pengaruh langsung terhadap variabel dependen, sekaligus berinteraksi dengan variabel prediktor/ independen lain yakni *cashflow*.

Untuk variabel kontrol lainnya, kami menyertakan variabel size (ukuran) untuk memitigasi skala ekonomi dari penyimpanan kas. Sedangkan (Q) atau market to book ratio menghitung peluang investasi di masa depan karena seperti

sebuah peluang dapat mempengaruhi insentif perusahaan untuk menahan kas. Pengeluaran modal (expenditure) dan variabel aktivitas akuisisi disertakan karena aktivitas investasi dan akuisisi akan mengurangi penahanan kas perusahaan. Net non-cash working capital (NCWC) bertindak sebagai pengganti dari kas. Dengan demikian, digunakan  $\Delta$ NCWC untuk mengendalikan efek dari modal kerja bersih. Short term debt pada permulaan tahun mengindikasikan kemungkinan aliran kas keluar selama tahun berjalan, yang dapat mengakibatkan baik kas ditarik maupun peningkatan insentif manager untuk menyimpan kas lebih banyak. Karenanya, disertakan Shortdebt pada persamaan pertama.

### 3.5.3.2 Hipotesis 2

Penulis menguji bagaimana sensitivitas *cash flow* bervariasi antara perusahaan yang secara financial dibatasi dengan yang tidak. Sebelum menguji dengan sebuah formulasi model dasar, berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Bao, Chan, dan Zhang (2012) terlebih dahulu dikategorikan perusahaan yang memiliki kendala finansial dan yang tidak dilakukan melalui 3 cara yakni :

1. Melalui aktivitas pembayaran dividen perusahaan dalam arus kas keluar investasi. Jika perusahaan tidak membayar dividen secara tunai pada tahun  $t$ , perusahaan tersebut termasuk dalam kelompok *financially constrained*
2. Melakukan pemeringkatan perusahaan berdasarkan nilai buku asset total pada masing – masing tahun fiscal, perusahaan yang terletak pada quartile terbawah pada distribusi tahunan, termasuk dalam kelompok *financially constrained*.

3. Melakukan pengklasifikasian berdasarkan Bond Rate perusahaan yang diterbitkan oleh lembaga pemeringkat kredit. Perusahaan dengan kredit rating di bawah B termasuk dalam *financially constrained group*.

Setelah mengelompokkan dalam *financially constrained* dan *unconstrained* pengujian dilakukan dengan memodifikasi model persamaan I. Setelah ditemukan hasilnya, kemudian masuk ke persamaan 2. Dimana persamaan ini sudah memasukan perusahaan yang secara finansial terkendala dan yang tidak.

$$\begin{aligned} \Delta \text{CashHoldings}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Cashflow}_{it} + \beta_2 \text{Neg}_{it} + \beta_3 \text{Cashflow}_{it} * \text{Neg}_{it} \\ & + \beta_4 \text{Constraint}_{it} + \beta_5 \text{Cashflow}_{it} * \text{Constraint}_{it} + \beta_6 \\ & \text{Constraint}_{it} * \text{Neg}_{it} + \beta_7 \text{Cashflow}_{it} * \text{Constraint}_{it} * \\ & \text{Neg}_{it} + \beta_8 Q_{it} + \beta_9 \text{Size}_{it} + \beta_{10} \text{Expenditure}_{it} + \\ & \beta_{11} \text{Acquisition}_{it} + \beta_{12} \Delta \text{NCWC}_{it} + \beta_{13} \text{Shortdebt}_{it-1} + \\ & \epsilon_{it} \quad (\text{Persamaan 2}) \end{aligned}$$

Secara umum, persamaan 2 sama dengan persamaan 1 hanya saja penambahan variabel indikator Constraint yang dikur dengan variabel dummy dimana bernilai 1 jika perusahaan mengalami *finansial constraint* dan bernilai 0 jika sebaliknya.

Persamaan 2 juga melibatkan variabel moderator yakni (*Neg*) yang menginterpretasikan kondisi arus kas perusahaan serta (*Constraint*). Berdasarkan persamaan 2 terlihat baik *Neg* maupun *Constraint* bertindak sebagai bertindak sebagai variabel quasi moderator (moderator semu). Variabel moderator (*Neg*)

dan *Constraint* berfungsi sebagai variabel independen yang memiliki pengaruh langsung terhadap variabel dependen, sekaligus berinteraksi dengan variabel prediktor/ independen lain yakni *cashflow*. Sementara interaksi di antara keduanya mencerminkan bahwa secara simultan (*Neg*) dan *Constraint* memoderasi hubungan pengaruh *cash flow* terhadap sensitivitas *cash holding* terhadap kas.

### 3.5.3.3. Hipotesis 3

Untuk memperhitungkan dampak dari problem agensi pada sensitivitas arus kas dari kas yang bersifat asimetri, maka dilakukan pengujian hipotesis 3 dengan menggunakan model dasar yang diformulasikan sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \Delta \text{CashHoldings}_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{Cashflow}_{it} + \gamma_2 \text{Inst}_{it} + \gamma_3 \text{Cashflow}_{it} * \text{Inst}_{it} + \\ & \gamma_4 \text{Q}_{it} + \gamma_5 \text{Size}_{it} + \gamma_6 \text{Expenditure}_{it} + \gamma_7 \text{Acquisition}_{it} + \\ & \gamma_8 \Delta \text{NCWC}_{it} + \gamma_9 \text{Shortdebt}_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (\text{Persamaan 3}) \end{aligned}$$

Dimana :

*Inst* : 1 jika total kepemilikan institusional keuangan berada pada *top decile* atau sepuluh besar peringkat distribusi kepemilikan perusahaan (firm stock ranking) pada annual outstanding share distribusi.

Untuk memisahkan dampak dari positif dan negatif kas flow, penulis menilai atau menaksir persamaan 3 untuk subsample dari positif dan negatif *cash flow*. Sama halnya dengan persamaan 1 dan 2, Berdasarkan persamaan 3 terlihat bahwa *outside monitoring* yang diproksi dengan kepemilikan institusional keuangan (*Inst*) dengan ukuran variabel dummy bertindak sebagai variabel quasi



moderator (moderator semu). Variabel moderator (Inst) berfungsi sebagai variabel independen yang memiliki pengaruh langsung terhadap variabel dependen, sekaligus berinteraksi dengan variabel prediktor/ independen lain yakni *cashflow*.