

PENGARUH *CASH HOLDINGS* TERHADAP

NILAI PERUSAHAAN

**(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur
yang Terdaftar di BEI Tahun 2011 – 2013)**



SKRIPSI

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

Disusun Oleh :

ALBERTUS BAYU

NIM. 12030111130058

FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS

UNIVERSITAS DIPONEGORO

SEMARANG

2015

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Albertus Bayu
Nomor Induk Mahasiswa : 12030111130058
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi
Judul Skripsi : **PENGARUH *CASH HOLDINGS* TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**
Dosen Pembimbing : Aditya Septiani, S.E., M.Si., Akt.

Semarang, 3 Agustus 2015

Dosen Pembimbing,

Aditya Septiani, S.E., M.Si., Akt.

NIP. 197909242008122003

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Albertus Bayu
Nomor Induk Mahasiswa : 12030111130058
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi
Judul Skripsi : **PENGARUH *CASH HOLDINGS* TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 13 Agustus 2015

Tim Penguji:

1. Aditya Septiani, S.E., M.Si., Akt. (197909242008122003)
2. Wahyu Meiranto, S.E., M.Si., Akt. (197605222003121001)
3. Drs. Sudarno, Msi. Akt, Ph.D (196505201990011001)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Albertus Bayu, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **PENGARUH *CASH HOLDINGS* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**, 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, 03 Agustus 2015

Yang membuat pernyataan,

Albertus Bayu

NIM. 12030111130058

ABSTRACT

This research investigates the relationship between firm value and cash holdings. Firm value in this research represent the perception of investors about firm profitability which measured by Tobin's Q and MV/TA.

The population in this research includes all manufacture firms listed on the Bursa Efek Indonesia (BEI) over the period 2011- 2013. The samples conducted by purposive sampling method. Total 75 firms is obtained. Data are analyzed by data panel regression technique.

Result shows that manufacture firm in Indonesia doesn't apply optimal cash holdings. This research support the pecking order theory that report there is no optimal cash holdings. Firm's cash holdings in the end of period would just be the residual of firm operating activities.

Keywords: *firm value, cash holdings, optimal cash holdings, pecking order theory*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *cash holdings* terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan pada penelitian ini mewakili persepsi investor akan keberhasilan perusahaan dalam memperoleh keuntungan yang diukur menggunakan Tobin's Q dan MV/TA.

Populasi dalam penelitian ini meliputi seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI Tahun 2011 – 2013. Penentuan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Total sampel yang digunakan adalah 75 perusahaan. Data yang diperoleh dianalisis menggunakan teknik regresi data panel.

Hasil analisis menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia tidak menerapkan saldo kas yang optimal. Dengan demikian penelitian ini mendukung teori *pecking order* yang menyatakan bahwa tidak ada tingkat saldo kas yang optimal. Saldo kas akhir tahun perusahaan hanya merupakan sisa aktivitas operasi perusahaan.

Kata kunci : *firm value, cash holdings, optimal cash holdings, pecking order theory*

MOTTO

*“Kasihilah Tuhan, Allahmu, dengan segenap hatimu dan dengan segenap jiwamu
dan dengan segenap akal budimu*

Kasihilah sesamamu manusia seperti dirimu sendiri”

Matius 22: 37-39

“AMDG”

Ad Maiorem Dei Gloriam

Demi lebih besarnya kemuliaan Tuhan

Santo Ignatius Loyola

“Jadikan hatiku istana cinta-Mu”

Lagu Komuni. Cipt: L. Putut Pudyantoro

Skripsi ini saya persembahkan bagi keluargaku tercinta

Dan seluruh keluarga besar Akuntansi Undip 2011

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah, atas segala berkat, perlindungan, dan kasih-Nya serta Bunda Maria yang senantiasa mengantarkan doa- doa penulis sehingga penelitian dan penulisan skripsi ini dapat diselesaikan sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1) pada Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini dapat diselesaikan karena adanya bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Dr. Suharnomo, M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Prof. Dr. Muchamad Syafruddin, M.Si., Akt selaku Ketua Jurusan Akuntansi.
3. Hj. Aditya Septiani, SE., M.Si., Akt. selaku Dosen Pembimbing yang dengan sabar memberikan waktu dan saran kepada penulis dalam menyelesaikan skripsi ini
4. Alm. Prof. Drs. Arifin Sabeni, MCom., (Hons), Ph.D., Akt. dan Dr. H. Rahardja, M.Si., Akt. selaku dosen wali.
5. Seluruh dosen dan segenap staff yang telah membantu penulis selama menuntut ilmu di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

6. Keluarga penulis, Bapak E. Wahyu Ludiarto dan Ibu M. Kristiatiningsih, Kakak B. Prima P. dan Adik Gabriella Ananda C. yang menjadi penyemangat utama penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.
7. Patricia Elsa M. atas cinta, doa, dan semangat penuh yang diberikan.
8. Sahabat-sahabatku, Satrio, Omyesh, Rusdan, Ameng, dan Lia yang selalu memberikan keceriaan dan kebahagiaan sepanjang masa perkuliahan.
9. Sahabat-sahabatku Geng Buadung dan Bukan Sapari Boys: Brahma, Faiz, Alex, Hermas, Bani, Nanang, Reza Aul, Sulam, Fafa, Roy, Gati, Inug, Gandul, Danand, Fajar atas kebersamaannya semasa kuliah.
10. Tim terbaik yang pernah penulis miliki, PRMK FEB UNDIP 2011: Felis, Lili, Titis, Wiwin, Adit, Anya, Meiga, Helda, Nicodemus, Ivan, Nita, Shindy, Karina, Jolifi, Ayu, Rainer, Niko Ariston, Riki atas pelajaran dan kerjasama luar biasa yang menjadi bekal serta pengalaman yang tidak ternilai bagi penulis.
11. Tim I KKN UNDIP 2015 Desa Dersalam, Kecamatan Bae, Kudus. Yang memberikan pengalaman hidup khusus kepada penulis.
12. Keluarga Eks Kolese Loyola (KEKL) khususnya: Julius Sando, Andhy Widjanarko, Tanyong, Henrika Kristi, Ayu Angeliaa, Eric Raycardo, Vanessa Arninda S, Alisya Martha, Maria Prima, Christoper Henry, dan lainnya yang menjadi penyemangat penulis dalam menyelesaikan skripsi ini dan menjadi saudara yang tulus bagi penulis.

13. Seluruh pihak yang tidak bisa penulis sebutkan satu persatu yang telah banyak membantu penulis dalam penyelesaian skripsi ini.

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

Semarang, 25 Juli 2015

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 TABEL.....	xv
DAFTAR GAMBAR.....	xvi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	2
1.2 Rumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	8
1.3.1 Tujuan Penelitian.....	8
1.3.2 Manfaat Penelitian.....	9
1.4 Sistematika Penulisan.....	9
BAB II TELAAH PUSTAKA.....	12
2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu.....	12

2.1.1 Teori Agensi.....	12
2.1.2 Teori <i>Trade-off</i>	15
2.1.2.1 Potensi Pertumbuhan.....	16
2.1.2.2 Tingkat kemudahan dalam menjual aset perusahaan.....	17
2.1.2.3 Pembayaran kepada Pemegang Saham.....	18
2.1.2.4 Volatilitas Arus Kas.....	18
2.1.2.5 Arus kas.....	19
2.1.2.6 Aset lancar selain kas.....	19
2.1.2.7 Investasi.....	19
2.1.2.8 <i>Trade Credit</i>	19
2.1.2.9 <i>Leverage</i>	20
2.1.2.10 Rasio liabilitas.....	21
2.1.3 Teori <i>Pecking Order</i>	22
2.1.3.1 Peluang Pertumbuhan.....	23
2.1.3.2 Arus kas.....	23
2.1.3.3 <i>Leverage</i>	23
2.1.3.4 Investasi.....	24
2.1.3.5 <i>Trade Credit</i>	24
2.1.3.6 Ukuran Perusahaan.....	25
2.1.4 Nilai Perusahaan.....	25
2.1.5 Akibat yang timbul apabila perusahaan memegang saldo kas di bawah tingkat optimal.....	26

2.1.6 Penelitian Terdahulu.....	27
2.2 Kerangka Pemikiran.....	31
2.3 Pengembangan Hipotesis.....	32
2.3.1 <i>Optimal Cash Holdings</i> Antara Nilai Perusahaan dan <i>Cash Holdings</i>	33
2.3.2 <i>Optimal Cash Holdings</i> dan Nilai Perusahaan.....	34
2.3.3 Deviasi <i>Optimal Cash Holding</i> dan Nilai Perusahaan.....	35
BAB III METODE PENELITIAN.....	37
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	37
3.1.1 Variabel Dependen.....	37
3.1.2 Variabel Independen.....	38
3.1.3 Variabel Kontrol.....	39
3.1.3.1 <i>Firm Size</i>	39
3.1.3.2 <i>Leverage</i>	39
3.1.3.3 Pengeluaran Modal.....	39
3.2 Populasi dan Sampel.....	39
3.3 Jenis dan Sumber Data.....	40
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	40
3.5 Metode Analisis.....	41
3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif.....	41
3.5.2 Uji Regresi Data Panel.....	41
3.5.3 Uji Asumsi Klasik.....	44
3.5.2.1 Uji Normalitas.....	45

3.5.2.2 Uji Multikolinearitas.....	45
3.5.2.3 Uji Heteroskedastisitas.....	46
3.5.2.4 Uji Autokorelasi.....	46
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....	48
4.1 Analisis Deskriptif.....	48
4.2 Analisis Data.....	51
4.2.1 Uji Hipotesis Model I.....	52
4.3 Pembahasan.....	55
4.3.1 Hipotesis 1.....	55
4.3.2 Hipotesis 2.....	56
4.3.3 Hipotesis 3.....	56
BAB V PENUTUP.....	57
5.1 Kesimpulan.....	57
5.2 Keterbatasan.....	59
5.3 Saran.....	59
DAFTAR PUSTAKA.....	60
LAMPIRAN.....	62

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu.....	27
Tabel 3.1 Uji Statistik Durbin Watson.....	47
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif.....	49
Tabel 4.2 Uji Hipotesis Model I - Proksi I.....	53
Tabel 4.3 Uji Hipotesis Model I - Proksi II.....	54

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran.....	32
Gambar 2.2 Grafik <i>Optimal Cash Holdings</i>	35

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
LAMPIRAN A DAFTAR SAMPEL PERUSAHAAN.....	62
LAMPIRAN B STATISTIK DESKRIPTIF.....	64
LAMPIRAN C UJI HIPOTESIS.....	65

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perusahaan adalah sebuah organisasi atau lembaga ekonomi yang didirikan dengan tujuan yang jelas yaitu mendapatkan keuntungan yang optimal, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (*firm value*), serta memakmurkan pemilik perusahaan atau pemegang saham (*shareholders*) (Christina dan Ekawati, 2014). Tujuan di atas dapat tercapai apabila manajemen mengelola perusahaan secara efektif dan efisien. Faktor utama yang harus diperhatikan oleh manajemen dalam menjalankan perusahaan atau badan usaha adalah struktur keuangan perusahaan. Perusahaan perlu memiliki ketepatan dalam pengelolaan keuangannya, salah satunya adalah untuk menentukan besarnya saldo kas (*cash holdings*) perusahaan.

Cash holdings adalah saldo kas yang ditahan terdiri dari kas dan setara kas yang diperlukan untuk memenuhi kebutuhan aktivitas operasional sehari-hari, serta dapat pula digunakan untuk beberapa hal, yaitu dibagikan kepada para pemegang saham (*shareholders*) berupa dividen kas, membeli kembali saham saat diperlukan, dan untuk keperluan mendadak lainnya (Christina dan Ekawati, 2014). Pengertian kas dan setara kas dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) nomor 2 (revisi 2009) paragraf 6 menyatakan bahwa: “Kas terdiri dari saldo kas (*cash on hand*) dan rekening giro (*demand deposits*)”. Setara kas (*cash equivalent*) adalah investasi yang sifatnya sangat likuid, berjangka pendek, dan yang cepat dapat dijadikan kas dalam jumlah yang ditentukan dan memiliki risiko perubahan nilai

yang tidak signifikan. Paragraf 7 menjelaskan kriteria setara kas adalah memenuhi komitmen kas jangka pendek, bukan untuk investasi atau tujuan lain. Suatu investasi dapat memenuhi syarat sebagai setara kas hanya jika akan segera jatuh tempo dalam waktu tiga bulan atau kurang sejak tanggal perolehannya.

Definisi lain dari setara kas yaitu suatu pos-pos yang dianggap sama dengan kas, misalnya sekuritas jangka pendek yang segera jatuh tempo dan investasi sementara lainnya yang sangat likuid (Smith dan Skousen dalam Rahayu dan Asandimitra, 2014). Kas juga diartikan sebagai alat pembayaran yang siap dan bebas dipergunakan untuk membiayai kegiatan umum perusahaan (Susanti dalam Rahayu dan Asandimitra, 2014).

Tujuan perusahaan memiliki *cash holdings* menurut Atniati (2013) adalah membayar liabilitas (kewajiban) perusahaan, membiayai kesempatan investasi yang menguntungkan, serta sebagai cadangan apabila terdapat suatu bahaya yang tidak diketahui. Secara teoritis terdapat 3 (tiga) motif perusahaan memiliki *cash holdings* (saldo kas ditahan) yang dikemukakan oleh Keynes (dalam Saddour, 2006), yaitu: motif transaksi, motif berjaga-jaga, dan motif spekulasi. Motif transaksi mencakup seluruh kebutuhan operasional perusahaan. Kebutuhan operasional perusahaan yang tinggi akan menyebabkan dana atau kas yang dibutuhkan untuk memenuhi kebutuhan sehari-hari menjadi semakin tinggi. Motif berjaga-jaga menurut Atniati (2013) adalah dimana perusahaan menjaga likuiditas untuk menjaga kontijensi tak terduga. Kontijensi tak terduga yang dimaksudkan adalah risiko yang mungkin terjadi dalam perusahaan seperti risiko bisnis. Risiko bisnis dalam perusahaan berbeda-beda tergantung jenis industrinya. Contoh risiko

bisnis antara lain: kebakaran di pabrik, pencurian barang dagangan, bencana alam. Semakin besar risiko bisnis yang mungkin dialami perusahaan akan dibarengi dengan *cash holdings* yang besar. Motif spekulasi adalah motif untuk mengambil keuntungan disaat kesempatan itu ada, contohnya: perusahaan membeli sekuritas (saham/ obligasi) dengan harapan nilai sekuritas tersebut akan naik di masa depan. Saat nilai *Price Book Value* (PBV) rendah, biasanya perusahaan akan membeli saham tersebut dengan harapan suatu saat nilai PBVnya akan naik. Sementara saat nilai PBV tinggi perusahaan biasanya akan menahan kas karena diperkirakan harga saham tidak dapat naik lagi atau sudah maksimal.

Cash Holdings diukur dengan cara membandingkan atau membagi kas dan setara kas pada total aset (Azmat, 2014). Penetapan *cash holdings* pada titik optimal sangat perlu dilakukan karena kas merupakan elemen modal kerja yang paling diperlukan perusahaan untuk memenuhi kegiatan operasional perusahaan. Baik penahanan saldo kas yang terlalu besar (*excess cash holdings*) maupun penahanan saldo kas yang terlalu sedikit (*cash shortfall*) memiliki konsekuensi bagi perusahaan dan pemegang saham.

Konsekuensi dari *excess cash holdings* adalah adanya kemungkinan terjadinya konflik agensi antara manajer dan pemegang saham (*shareholders*) yang disebabkan karena pada umumnya pemegang saham menginginkan kelebihan saldo kas didistribusikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen, namun manajemen tidak membagikan kelebihan tersebut dan melakukan *cash holdings* untuk keperluan lainnya. Kerugian lainnya yaitu adanya biaya peluang atau *opportunity cost* akibat memegang asset dengan imbal hasil minimal (Azmat,

2014). Menurut Imuly (2014), perusahaan tidak dapat mencapai tingkat profitabilitas yang optimal yaitu tingkat keuntungan yang diperoleh apabila perusahaan dapat memanfaatkan *excess cash holdings* untuk melakukan aktivitas investasi misalnya dengan membeli surat-surat berharga atau menanamkan dalam deposito berjangka lainnya.

Kebijakan manajemen untuk menahan saldo kas terlalu sedikit (*cash shortfall*) juga memiliki konsekuensi yang menyebabkan perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Akibatnya perusahaan dinilai buruk dan dinyatakan dalam keadaan tidak likuid. Hal ini akan mempengaruhi citra perusahaan dan menghilangkan kepercayaan pihak lain pada perusahaan serta menurunkan persepsi investor pada profitabilitas perusahaan yang ditandai dengan menurunnya nilai perusahaan (Imuly, 2014). *Cash shortfall* dapat diantisipasi dengan menjual surat berharga atau melakukan pinjaman jangka pendek.

Selain konsekuensi, *cash holdings* juga memiliki manfaat yaitu dapat memenuhi ketiga motif perusahaan memiliki kas. Yaitu motif transaksi, motif berjaga-jaga dan motif spekulasi dan menghindari pembiayaan eksternal yang tinggi akibat adanya asimetri informasi (Azmat, 2014). Selain itu *cash holdings* dapat mengurangi risiko kesulitan finansial bagi perusahaan dengan *financial distress cost* yang tinggi (John dalam Jinkar, 2013). Azmat (2014) memberikan pernyataan:

“Apabila terdapat manfaat dan konsekuensi (*costs and benefits*) yang berkaitan dengan penahan saldo kas yang terlalu besar atau terlalu sedikit, maka seharusnya ada titik optimal *cash holdings* dimana manfaat *cash*

holdings dapat melebihi konsekuensinya. Pada titik inilah nilai perusahaan mencapai titik maksimal.”

Terdapat teori yang menjelaskan motif perusahaan memiliki *cash holdings* yaitu teori *trade-off* dan teori *pecking order* (Saddour, 2006) dimana teori *trade-off* mendukung keberadaan dari *optimal cash holdings* dan teori *pecking order* menganggap bahwa tidak ada jumlah kas yang optimal, kas hanya digunakan sebagai dasar penentuan laba ditahan dan jumlah kebutuhan investasi. Berdasarkan teori *trade-off*, motif utama perusahaan memiliki *cash holdings* adalah untuk berjaga-jaga (Azmat, 2014). Apabila perusahaan memiliki *cash holdings*, maka perusahaan tidak perlu melikuidasi atau menjual asetnya untuk membiayai investasi yang menguntungkan. Selain itu memiliki *cash holdings* juga dapat menghindarkan perusahaan dari *financial distress* akibat kewajiban finansial yang mengikat. Berdasarkan hal di atas, perusahaan perlu memiliki *cash holdings* dalam jumlah yang optimal (Saddour, 2006). Usaha perusahaan untuk menjaga kas yang ada di dalam perusahaan agar jangan sampai mengalami kelebihan atau kekurangan dalam melakukan aktivitas perusahaan disebut optimasi kas atau optimalisasi kas (Purwati, 2012).

Myers dan Majluf (dalam Saddour, 2006) menjelaskan bahwa menurut teori *pecking order* tidak ada *optimal cash holdings*. Tingkat saldo kas hanyalah hasil dari keputusan keuangan dan investasi. Perusahaan yang menganut teori *pecking order* mendanai investasinya terutama dengan dana internal, apabila dana internal tidak cukup barulah mereka melakukan pinjaman atau menerbitkan surat berharga. Sedangkan saat arus kas operasional perusahaan tinggi perusahaan menggunakannya untuk mendanai investasi yang menguntungkan, membayar

liabilitas atau kewajiban, membayar dividen, dan akhirnya mengisi saldo kas (Azmat,2014) .

Nilai perusahaan (*firm value*) menurut Keown (dalam Sriwardani, 2006) berpendapat bahwa nilai perusahaan adalah persepsi Investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Nilai perusahaan juga merupakan nilai yang dibutuhkan investor untuk mengambil keputusan investasinya.

Nilai perusahaan diukur menggunakan Tobin's Q atau rasio Q (*Q ratio*). Tobin's Q dikembangkan oleh Prof. James Tobin (1967). Tobin's Q ratio berhipotesis bahwa gabungan nilai pasar perusahaan atau bursa saham seharusnya sama dengan biaya pengganti mereka, dimana Q ratio merupakan perbandingan kapitalisasi saham dengan Nilai pengganti (*replacement cost*) aktiva perusahaan tersebut. Apabila nilai Tobin's Q lebih dari 1, berarti perusahaan menghasilkan *earning* dengan *rate of return* yang sesuai dengan harga perolehan aset- asetnya (Ekowati dkk, 2012).

Penelitian ini menjadi penting untuk dilakukan mengingat sampai tahun 2014, tercatat banyak perusahaan yang mengalami krisis finansial baik di Indonesia maupun di seluruh dunia. Banyak diantara krisis yang terjadi dipicu atau diperparah oleh gagalnya perusahaan menjaga likuiditasnya. Contoh perusahaan di Indonesia yang mengalami masalah likuiditas karena tidak bisa memenuhi kewajiban finansial yang harus segera dipenuhi yaitu PT. Merpati Nusantara Airlines dan Bank Century. Menurut Jinkar (2013), krisis yang terjadi di Indonesia dan seluruh

dunia berawal dari krisis finansial di Amerika pada tahun 2008 yang berdampak ke seluruh dunia dan mengubah pandangan perusahaan- perusahaan akan pentingnya menjaga likuiditas. Muncul tren dimana perusahaan- perusahaan cenderung menjadi lebih konservatif dan berusaha meminimalisasi risiko likuiditas salah satunya dengan menjaga tingkat *cash holdings*.

Melengkapi kelemahan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Azmat (2014) yang melakukan penelitian serupa di Pakistan, penelitian ini menambahkan referensi- referensi mengenai akibat- akibat yang terjadi apabila perusahaan kekurangan saldo kas dan setara kas atau terlalu sedikit memegang saldo kas.

1.2 Rumusan Masalah

Ketidaksempurnaan pasar menuntut perusahaan untuk menahan saldo kas. Kebijakan *cash holdings* dalam suatu perusahaan menjadi sangat penting karena kebijakan ini menjadi perhatian bagi perusahaan, investor, dan analis (Atniati, 2013). Terdapat dua teori yang saling bertolak belakang mengenai keberadaan *optimal cash holdings* yaitu teori *trade-off* dan teori *pecking order*. Teori *trade-off* lebih mengutamakan manfaat *cash holdings*. Menurut Saddour (2006), menurut teori *trade-off* apabila perusahaan memiliki *cash holdings*, perusahaan tersebut dapat membiayai investasi yang menguntungkan dan terhindar dari risiko *financial distress*. Namun jumlah *cash holdings* tetap harus disesuaikan sehingga profitabilitas perusahaan tetap optimal (Imuly, 2014). Teori *pecking order* tidak mendukung pendapat keberadaan dari *optimal cash holdings* karena *cash holdings* hanyalah hasil dari keputusan finansial dan investasi (Saddour, 2006).

Dari penjelasan di atas dapat dirumuskan masalah penelitian sebagai berikut:

1. Apakah terdapat tingkat saldo kas yang optimal antara nilai perusahaan dan *cash holdings*?
2. Apakah *optimal cash holdings* memaksimalkan nilai perusahaan?
3. Apakah deviasi dari *optimal cash holdings* menurunkan nilai perusahaan?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Dari rumusan masalah diatas tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis dan menemukan bukti empiris mengenai keberadaan dari tingkat saldo kas yang optimal antara nilai perusahaan dan *cash holdings*.
2. Menganalisis dan menemukan bukti empiris pengaruh tingkat *optimal cash holdings* terhadap nilai perusahaan yang maksimal.
3. Menganalisis dan menemukan bukti empiris pengaruh penyimpangan dari tingkat saldo kas yang optimal terhadap menurunnya nilai perusahaan.
4. Menemukan referensi mengenai akibat perusahaan memegang saldo kas dibawah tingkat optimal.

1.3.2 Manfaat Penelitian

Hasil Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan literatur serta bukti empiris untuk sumber referensi pada penelitian selanjutnya mengenai pengaruh *cash holdings* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2011- 2013, sehingga penelitian ini memberikan wawasan dan pengetahuan yang lebih mendalam mengenai kebijakan *cash holdings* yang optimal.

2. Manfaat Praktis

Bagi perusahaan dan investor, agar dapat menilai perusahaan berdasarkan kebijakan *cash holdings*.

1.4 Sistematika Penulisan

Penelitian ini disusun berdasarkan sistematika penulisan yang telah ditentukan, sebagai acuan untuk melakukan pembahasan masalah secara runtut dan jelas, sehingga tulisan dapat lebih mudah dipahami. Penelitian ini secara keseluruhan terbagi dalam lima bab yang terdiri dari:

BAB I: PENDAHULUAN

Bagian ini berisi beberapa bagian yaitu latar belakang yang menjelaskan secara kontekstual isu yang akan diteliti, rumusan masalah yang berisi pertanyaan yang timbul dari isu, tujuan penelitian yang berisi apa yang akan dicapai pada penelitian ini, serta manfaat yang nantinya akan dihasilkan oleh penelitian ini.

BAB II: LANDASAN TEORI

Bagian ini berisi tentang teori-teori yang digunakan untuk mendukung penelitian ini, telaah riset sebelumnya, penjelasan hipotesis serta kerangka penelitian yang ditumuskan untuk melakukan penelitian.

BAB III: METODE PENELITIAN

Bagian ini berisi penjelasan mengenai populasi dan sampel penelitian, variabel-variabel yang digunakan, jenis dan sumber data, serta teknik pengumpulan data yang digunakan.

BAB IV: HASIL DAN ANALISIS

Bab ini berisi deskripsi objek penelitian, analisis data yang dikaitkan dengan analisis deskriptif dan analisis model regresi, serta interpretasi hasil sesuai dengan teknik analisis yang digunakan.

BAB V: PENUTUP

Bab ini berisi simpulan yang menyajikan apa yang telah diperoleh dari penelitian yang dilakukan dengan menginterpretasi hasil, keterbatasan penelitian yang menguraikan tentang kelemahan dan kekurangan yang

ditemukan setelah dilakukan analisis dan interpretasi hasil dan saran bagi penelitian selanjutnya.

BAB II

LANDASAN TEORI

Dalam bab ini akan dibahas mengenai: (i) Teori Agensi yang menjadi landasan teori penelitian ini, Teori *Trade-off* dan Teori *Pecking Order* yang menjelaskan motif perusahaan dalam melakukan *cash holdings*, penjelasan mengenai nilai perusahaan (*firm value*), dan akibat yang timbul apabila perusahaan memegang saldo kas di bawah tingkat optimal. (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 dan Penelitian Terdahulu

2.1.1 Teori Agensi

Perspektif teori agensi merupakan dasar yang digunakan untuk memahami isu *cash holdings* dan nilai perusahaan. Adanya pemisahan kepemilikan oleh *principal* dengan pengendalian oleh agen dalam sebuah organisasi cenderung menimbulkan konflik keagenan diantara *principal* dan *agent*. Jensen dan Meckling (1976), Watts & Zimmerman (1986) menyatakan bahwa laporan keuangan yang dibuat dengan angka-angka akuntansi diharapkan dapat meminimalkan konflik diantara pihak-pihak yang berkepentingan. Dengan laporan keuangan yang dilaporkan oleh agen sebagai pertanggungjawaban kinerjanya, *principal* dapat menilai, mengukur dan mengawasi sampai sejauh mana *agent* tersebut bekerja

untuk meningkatkan kesejahteraannya serta sebagai dasar pemberian kompensasi kepada agen.

Cash holdings berkaitan dengan teori agensi karena *cash holdings* yang tinggi dapat menyebabkan konflik agensi. Menurut Christina (2014), *cash holdings* adalah aset yang paling likuid untuk disalahgunakan. Manajer adalah pihak yang paling mudah untuk mempergunakan *cash holdings* untuk memenuhi kepentingannya sendiri. Hal tersebut mencerminkan konflik kepentingan antara tugas/ tujuan utama manajemen yaitu meningkatkan kesejahteraan pemilik atau pemegang saham dengan kepentingan manajemen untuk meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri.

Konsep *agency teory* menurut Anthony dan Govindarajan (dalam Ma'ruf, 2006) adalah hubungan atau kontak antara *principal* dan *agent*. *Principal* mempekerjakan *agent* untuk melakukan tugas untuk kepentingan *principal*, termasuk pendelegasian otorisasi pengambilan keputusan dari *principal* kepada *agent*. Perspektif hubungan keagenan merupakan dasar yang digunakan untuk memahami hubungan antara manajer dan pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*). Hubungan keagenan tersebut terkadang menimbulkan masalah antara manajer dan pemegang saham. Konflik yang terjadi karena manusia adalah makhluk ekonomi yang mempunyai sifat dasar mementingkan kepentingan diri sendiri.

Pemegang saham dan manajer memiliki tujuan yang berbeda dan masing-masing menginginkan tujuan mereka terpenuhi. Akibat yang terjadi adalah munculnya konflik kepentingan. Pemegang saham menginginkan pengembalian dalam jumlah yang sebesar-besarnya dan dalam waktu yang secepatnya atas investasi yang mereka tanamkan sedangkan manajer menginginkan kepentingannya diakomodasi dengan pemberian kompensasi atau insentif yang sebesar-besarnya atas kinerjanya dalam menjalankan perusahaan. Mereka berusaha untuk mengambil keuntungan dari beban yang ditanggung oleh pemegang saham. Cara yang dilakukan pihak manajemen adalah dalam bentuk peningkatan kekayaan dan juga dalam bentuk kesenangan dan fasilitas perusahaan. Konflik dan gesekan antara agen dan prinsipal disebabkan karena adanya asimetri informasi yaitu ketimpangan informasi karena *agent* akan mempunyai informasi yang lebih banyak dibandingkan *principal* (Jensen dan Meckling dalam Ma'ruf, 2006).

Eisenhardt (dalam Ujiyanto dan Pramuka, 2007) menyatakan bahwa teori agensi menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Dari asumsi sifat dasar manusia tersebut dapat dilihat bahwa konflik agensi yang sering terjadi antara manajer dengan pemegang saham dipicu adanya sifat dasar tersebut. Manajer dalam mengelola perusahaan cenderung mementingkan kepentingan pribadi daripada kepentingan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Dari tiga asumsi sifat manusia berdasarkan Eisenhardt (1989) di atas juga sangat berkaitan dengan *cash holding* yang dilakukan oleh manajemen. Saldo kas yang tinggi dapat dipakai manajer untuk mencukupi kepentingan pribadinya dengan beban- beban yang dapat ditanggung perusahaan, manajer juga memegang saldo kas untuk kepentingan berjaga- jaga. Namun untuk kepentingan berjaga- jaga pun jumlahnya harus selalu terukur agar dapat mendekati titik optimal. Selain itu *cash holdings* yang tinggi menunjukkan bahwa manajer kurang berani mengambil risiko untuk berinvestasi dan memaksimalkan keuntungan pemegang saham.

2.1.2 Teori *Trade-off*

Teori *trade-off* biasa digunakan untuk menjelaskan motif perusahaan dalam melakukan transaksi hutang (*debt*) dan menjelaskan motif kebijakan kas perusahaan, dalam hal ini *cash holdings* perusahaan. Sama seperti liabilitas, *cash holdings* juga memiliki kelebihan dan kekurangan. Manfaat utama memegang saldo kas adalah alasan berjaga- jaga (Levasseur dalam Saddour, 2006) yang melegalkan perusahaan untuk menghindari biaya kenaikan pendanaan eksternal atau likuidasi aset dan perusahaan juga berhak membiayai peluang pertumbuhan usahanya. Bahkan, karena kondisi ketidaksempurnaan pasar, perusahaan mulai kesulitan mengakses pasar modal atau membiayai investasi. Apalagi perusahaan yang beroperasi di tengah lingkungan yang penuh ketidakpastian. Saldo kas perusahaan yang tidak mencukupi memaksa perusahaan untuk meninggalkan proyek investasi yang menguntungkan atau melakukan pembiayaan yang bersifat *abnormally high cost*.

Terdapat dua kelemahan utama *cash holdings*. Kelemahan ini tergantung apakah manajer memaksimalkan keuntungan pemegang saham atau tidak. Jika keputusan yang diambil oleh manajer mendukung kepentingan pemegang saham, kelemahan yang dihadapi hanya *cash holding* menyebabkan imbal hasil yang lebih rendah dibandingkan dengan investasi lain yang memiliki risiko relatif sama. Namun apabila manajer tidak bermotif memaksimalkan keuntungan pemegang saham, mereka meningkatkan *cash holdings* untuk menambah total aset yang dapat mereka kendalikan dan dapat pula digunakan untuk kepentingan pribadi dari manajer melalui kebijakan- kebijakan yang mereka terapkan.

Melalui teori *trade-off* kita dapat menentukan tingkat saldo kas yang optimal. Pada bagian ini akan dijabarkan mengenai faktor- faktor yang mempengaruhi kebijakan manajer yang berkaitan dengan *cash holdings* berdasarkan teori *trade-off*.

Faktor- faktor yang mempengaruhi *cash holdings* menurut Saddour (2006):

2.1.2.1 Potensi Pertumbuhan

Salah satu yang menjadi perhatian perusahaan dengan potensi pertumbuhan yang kuat adalah menjamin mereka dapat memenuhi kebutuhan pembiayaannya. Perusahaan dapat menghadapi dua keadaan: Keadaan pertama yaitu tidak adanya pendanaan dari eksternal atau kondisi lain yang mungkin dihadapi adalah pembiayaan yang akan didanai terlalu mahal. Dalam situasi seperti itu, perusahaan dipaksa untuk meninggalkan proyek tersebut. Namun, apabila perusahaan memiliki jumlah saldo kas

yang cukup, mereka dapat mendanai semua investasi yang perusahaan butuhkan. Hal ini membuat perusahaan menyadari pentingnya memegang sejumlah saldo kas.

Perusahaan yang memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi memiliki biaya *financial distress* yang lebih tinggi. Bahkan nilai NPV *intangible growth opportunities*, yang menjadi nilai tambah pada nilai perusahaan (*firm value*) akan tetap menghilang apabila perusahaan tersebut mengalami kebangkrutan. Oleh sebab itu perusahaan dengan potensi pertumbuhan yang tinggi harus memiliki saldo kas yang besar untuk menghindari tingginya biaya *financial distress*. Dengan kata lain terdapat hubungan positif antara tingkat *cash holdings* dan potensi pertumbuhan perusahaan.

2.1.2.2 Tingkat kemudahan dalam menjual aset perusahaan

Perusahaan dapat meningkatkan dana yang mereka miliki dengan cara menjual asetnya. Namun perusahaan yang memiliki aset spesifik perusahaan (*firm-specific assets*) membutuhkan biaya yang besar jika ingin menjualnya. Memegang saldo kas dalam jumlah yang besar dapat membuat perusahaan menghindari biaya likuidasi (John, 1993). Dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan positif antara tingkat *cash holdings* dan spesifitas aset.

2.1.2.3 Pembayaran kepada Pemegang Saham: Dividen dan Pembelian Saham Kembali

Perusahaan yang dapat membayar dividen dapat menaikkan dana yang dimiliki secara mudah dan dengan biaya yang rendah karena perusahaan dapat mengurangi pembayaran dividen (Opler *et al.*, 1999). Maka perusahaan tidak perlu memegang saldo kas yang besar dan hubungan antara pembayaran dividen dan *cash holdings* adalah negatif.

Cash holdings bertambah seiring bertambahnya pembayaran dividen. Oleh karena itu perusahaan yang melakukan pembayaran dividen dapat mengurangi atau memotong dividennya saat saldo kas mengalami penurunan. Maka hubungan antara dividen yang dibayarkan pada pemegang saham dan *cash holdings* adalah positif.

Hubungan antara *cash holdings* dan pembelian saham kembali bersifat negatif. Jadi saat perusahaan membeli kembali sahamnya, perusahaan membayarnya dengan kas yang telah dikumpulkan oleh perusahaan.

2.1.2.4 Volatilitas arus kas

Perusahaan yang memiliki arus kas yang semakin fluktuatif menghadapi masalah likuiditas dan mengalami penurunan saldo kas yang akan membuat perusahaan meninggalkan proyek- proyek investasi yang menguntungkan. Maka dapat disimpulkan bahwa semakin perusahaan

memiliki volatilitas arus kas seharusnya perusahaan memegang saldo kas yang lebih besar agar dapat menghindari biaya masalah likuiditas.

2.1.2.5 Arus kas

Arus kas dapat digunakan untuk membiayai investasi perusahaan dan memiliki hubungan negatif dengan *cash holdings*.

2.1.2.6 Aset lancar selain kas

Aset lancar selain kas dapat dengan mudah dikonversikan menjadi kas dan dapat mewakili *cash holdings*. Maka hal ini akan membentuk hubungan negatif antara *cash holdings* dan aset lancar non-kas.

2.1.2.7 Investasi

Terdapat hubungan positif antara tingkat investasi yang dimiliki dan *cash holdings*. Menurut teori *trade-off*, *cash holdings* digunakan untuk menghindari pendanaan eksternal yang mahal dan dapat digunakan untuk melaksanakan proyek- proyek investasi yang menguntungkan bagi perusahaan.

2.1.2.8 Trade Credit

Kredit perdagangan (*Trade Credit*) adalah dana yang ditransfer antar perusahaan. Hal ini akan memberikan hak kepada konsumen untuk menunda pembayaran atau setara meminjamkan uang kepada konsumen. Oleh karena itu, *trade credit* adalah sumber pembiayaan eksternal jangka

pendek yang sangat penting. Pasar di Perancis adalah contoh pasar yang memiliki tingkat *trade credit* yang tinggi (Dietsch dan Kremph, 1998).

Cara mengukur *trade credit* adalah dengan mengurangi periode penagihan piutang pada periode pembayaran liabilitas. Hal ini menghasilkan hubungan negatif antara *trade credit* dan *cash holdings*. Jika *trade credit* positif berarti perusahaan menjual barang atau jasanya secara kredit dan membayar supliernya secara tunai, maka saldo kas akan berkurang. Di sisi lain saat *trade credit* negatif, perusahaan membutuhkan pembayaran jangka pendek dari konsumen dan melakukan pembayaran jangka panjang kepada supplier. Karena perusahaan tidak menerima pembayaran secara langsung maka perusahaan harus memegang sejumlah saldo kas untuk membayar supliernya.

2.1.2.9 Leverage

Leverage adalah modal yang bisa dijadikan dasar perusahaan untuk melakukan pinjaman. Pinjaman atau liabilitas dapat digunakan untuk mendanai peluang investasi perusahaan dan dapat menjadi pengganti kas. Maka dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *cash holdings* dengan *leverage*. Namun liabilitas yang tinggi dapat meningkatkan risiko terjadinya *financial distress* dan kebangkrutan perusahaan.

2.1.2.10 Rasio liabilitas

Rasio liabilitas (rasio liabilitas jangka pendek dan jangka panjang terhadap total liabilitas). Perusahaan yang memiliki liabilitas jangka pendek seharusnya memegang saldo kas yang lebih besar. Hal ini dikarenakan perusahaan harus memenuhi liabilitasnya atau perusahaan akan mengalami *financial distress*. Maka perusahaan dapat menghindarinya dengan memegang saldo kas yang besar.

Liabilitas jangka pendek dapat membayar biaya- biaya yang dihadapi perusahaan dan dapat menjadi pengganti kas. Oleh karena itu hubungan antara pinjaman jangka pendek dan *cash holdings* adalah negatif.

Perusahaan dapat menentukan tingkat saldo kas yang optimal menggunakan rumus Baumol – Tobin, yaitu rumus yang digunakan untuk menganalisis demand for money (Huang dan Whalley, 2008). Rumus Baumol – Tobin dapat menentukan tingkat saldo kas yang diperlukan perusahaan dengan meminimalkan total biaya transaksi dan menjaga likuiditas perusahaan. Menurut Huang dan Whalley (2008) perusahaan hanya perlu memiliki saldo kas sebesar hasil perhitungan rumus Baumol – Tobin, dan perusahaan melakukan pinjaman atau menjual sekuritas apabila biaya transaksi yang dibutuhkan lebih besar.

Rumus Baumol – Tobin disebut juga Economic Order Quantity (EOQ) Model. Rumus Baumol – Tobin atau EOQ menurut Martono dan Harjito (2001: 120) adalah sebagai berikut:

$$C = \sqrt{\frac{2(F)(T)}{r}}$$

Keterangan:

C = jumlah kas yang optimal

F = biaya tetap untuk memperoleh pinjaman atau menjual sekuritas

T = jumlah kas yang dibutuhkan dalam satu periode

r = tingkat bunga dari investasi yang diharapkan

2.1.3 Teori *Pecking Order*

Menurut teori *pecking order* (Myers dan Majluf, dalam Azmat 2014) menyatakan bahwa tidak ada tingkat saldo kas yang optimal. Saldo kas digunakan untuk menjadi dasar penentuan laba yang ditahan dan tingkat investasi yang dibutuhkan oleh perusahaan. Menurut teori ini, saldo kas hanyalah hasil dari kebijakan pembiayaan dan investasi.

Menurut teori *pecking order*, menerbitkan saham baru adalah sesuatu yang mahal karena adanya asimetri informasi. Maka perusahaan lebih memilih mendanai investasinya menggunakan dana internal daripada melakukan pinjaman.

Saat arus kas operasional tinggi, perusahaan menggunakannya untuk mendanai proyek baru yang menguntungkan, untuk membayar liabilitas, untuk membayar dividen, dan sisanya untuk ditahan sebagai kas. Saat laba ditahan tidak mencukupi untuk mendanai investasi baru, perusahaan menggunakan *cash*

holdingsnya jika masih belum mencukupi barulah perusahaan melakukan pinjaman.

Faktor- faktor yang mempengaruhi *cash holdings*

2.1.3.1 Peluang Pertumbuhan

Asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham, menyebabkan pendanaan eksternal yang lebih mahal. Oleh sebab itu perusahaan harus mengumpulkan kas untuk mendanai investasinya. Dan dapat disimpulkan hubungan antara *cash holdings* dan peluang investasi adalah positif.

2.1.3.2 Arus kas

Saat arus kas operasional tinggi, perusahaan menggunakannya untuk mendanai proyek baru yang menguntungkan, untuk membayar liabilitas, untuk membayar dividen, dan sisanya untuk ditahan sebagai kas. Maka perusahaan selalu meningkatkan *cash holdings* dan meningkatnya *cash holdings* berpengaruh positif pada arus kas perusahaan.

2.1.3.3 Leverage

Cash holdings akan menurun jika *leverage* naik. Maka saat kebutuhan investasi tinggi dan jumlah laba ditahan meningkat, perusahaan akan melakukan pinjaman. Dengan meningkatnya *leverage* maka *cash holdings* akan turun. Namun saat kebutuhan investasi lebih rendah dari laba ditahan, perusahaan akan membayar liabilitasnya dan mengumpulkan kas.

2.1.3.4 Investasi

Untuk membiayai investasi, perusahaan menggunakan dana utama dari *cash holdings*. Maka dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *cash holdings* dan tingkat investasi perusahaan.

2.1.3.5 Trade Credit

Hubungan antara saldo kas dan *trade credit* adalah positif. Maka saat *trade credit* negatif, perusahaan membutuhkan pembayaran jangka pendek dari konsumen, dan mendapatkan pembayaran jangka panjang ke supplier. Oleh karena itu perusahaan tidak memiliki kebutuhan pembayaran langsung, serta saldo kas yang dimiliki perusahaan dapat digunakan untuk membiayai investasi baru yang menguntungkan. Maka saldo kas akan berkurang saat *trade credit* negatif. Di sisi lain saat *trade credit* positif, perusahaan akan meningkatkan saldo kas untuk membayar ke supplier.

Selain meneliti hubungan antara *cash holdings* dan *trade credit*, kita dapat pula meneliti hubungan antara kas dan liabilitas usaha dan dapat disimpulkan bahwa hubungannya dengan *cash holdings* adalah negatif. Maka saat perusahaan menerima pinjaman jangka panjang kepada supplier, perusahaan tidak memiliki kebutuhan pembiayaan dan dapat menggunakan *cash holdings* untuk mendanai investasi baru daripada memegang saldo kas. Sebaliknya jika perusahaan menerima pinjaman jangka pendek dari supplier atau perusahaan harus membayar transaksinya tunai, perusahaan akan meningkatkan tingkat saldo kas agar dapat membayar kepada supplier.

2.1.3.6 Ukuran Perusahaan

Perusahaan yang lebih besar mempunyai arus kas operasional yang lebih besar pula. Perusahaan akan meningkatkan *cash holdings* dan hubungan antara ukuran perusahaan dan *cash holdings* bersifat positif.

2.1.4 Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Nilai perusahaan (*firm value*) memiliki beberapa definisi yang dinyatakan oleh beberapa peneliti. Berikut adalah definisi nilai perusahaan dari beberapa sumber:

2.1.4.1 Menurut Husnan (2009), pengertian nilai perusahaan adalah nilai perusahaan merupakan nilai yang dibutuhkan investor untuk mengambil keputusan investasi yang tercermin dari harga pasar perusahaan.

2.1.4.2 Keown (2004) berpendapat bahwa nilai perusahaan adalah persepsi Investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham.

Salah satu alternatif yang digunakan untuk menilai nilai perusahaan adalah dengan menggunakan Tobin's Q. Rasio ini dikembangkan oleh Prof. James Tobin (1967). Tobin's Q *ratio* berhipotesis bahwa gabungan nilai pasar perusahaan atau bursa saham seharusnya sama dengan biaya pengganti mereka, dimana Q ratio merupakan perbandingan kapitalisasi saham dengan Nilai pengganti (*replacement cost*) aktiva perusahaan tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Copeland (2002), Lindenberg dan Ross (1981) yang dikutip oleh Darmawati (2004), menunjukkan bagaimana Tobin's Q dapat diterapkan pada masing- masing perusahaan. Mereka menemukan bahwa beberapa perusahaan dapat mempertahankan Tobin's Q yang lebih besar dari satu. Teori ekonomi mengatakan bahwa Tobin's Q yang lebih besar dari satu akan menarik arus sumber daya dan kompetisi baru sampai Tobin's Q mendekati satu.

2.1.5 Akibat yang timbul apabila perusahaan memegang saldo kas di bawah tingkat optimal

Penelitian Martinez-Sola *et al.* (dalam Azmat, 2014) menyatakan bahwa terdapat tingkat saldo kas yang optimal, dimana apabila kondisi ini terpenuhi akan memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*). Selain itu penelitian ini mengikuti metode yang digunakan Martinez- Sola *et al.* dalam menentukan tingkat saldo kas yang optimal yaitu dengan mencari hubungan yang membentuk cekungan kurva antara *cash holdings* dan nilai perusahaan. Apabila tingkat saldo kas yang optimal memaksimalkan nilai perusahaan maka penyimpangan dari titik optimal akan menurunkan nilai perusahaan. Menjaga tingkat saldo kas merupakan hal yang sangat penting agar perusahaan senantiasa dinilai baik oleh investor dan dapat memaksimalkan keuntungan pemegang saham.

Pada praktiknya seringkali perusahaan tidak memegang saldo kas pada tingkat yang optimal yang membuat keadaan kelebihan saldo kas atau kekurangan saldo kas. Kebijakan jumlah kas yang ditahan adalah wewenang dari manajer. Menurut Christina dan Ekawati (2014), salah satu penyebab saldo kas yang dimiliki

perusahaan tidak optimal adalah baik atau buruknya penerapan *corporate governance* dalam perusahaan.

Menurut Purwati (2012) apabila perusahaan kekurangan *cash holdings* maka aktivitas perusahaan akan terganggu. Kekurangan *cash holdings* dapat membawa dampak *financial distress* atau bahkan kebangkrutan bagi perusahaan, menurut Ross dan Westerfield (1996) hal ini disebabkan karena cash flow operasi perusahaan tidak mampu menutupi atau mencukupi kewajiban saat ini, *financial distress* dapat membawa suatu perusahaan mengalami kegagalan (*corporate failure*) pada kontraknya yang akhirnya dapat dilakukan restrukturisasi financial antara perusahaan. Pinkowitz dan Wiliamson (2007) melakukan penelitian mengenai *market value of cash* perusahaan, salah satu temuannya yaitu perusahaan dengan program investasi yang stabil dan yang mendekati kondisi *financial distress* akan dinilai lebih rendah oleh investor

2.1.6 Penelitian Terdahulu

NO.	NAMA PENELITI	JUDUL DAN VARIABEL PENELITIAN	HASIL PENELITIAN
1	Qurat-ul-ann Azmat (2014)	<i>Firm Value and Optimal Cash Level: evidence from Pakistan.</i>	Adanya <i>optimal cash level</i> dimana manfaat dari <i>cash holdings</i> dapat menutupi konsekuensi <i>cash holdings</i> . Pada titik ini nilai

		<p>Variabel X: <i>Cash Level</i></p> <p>Variabel Y: <i>Firm Value</i></p>	<p>perusahaan akan mencapai maksimal. Dengan demikian, penyimpangan dari titik optimal akan mempengaruhi nilai perusahaan secara negatif</p>
2	<p>Khaoula SADDOUR (2006)</p>	<p><i>The Determinants and The Value of Cash Holdings: evidence from French Firm</i></p> <p>Variabel X: <i>Firm Size, R&D Expenses, Divident Yield, Stock Repurchase, Cash Flow, Net Working Capital, Capital Expenditure, Trade Credit</i></p> <p>Variabel Y: <i>Cash Holding</i></p>	<p>Perusahaan Perancis meningkatkan <i>cash holdings</i>nya saat mereka melakukan investasi berisiko dan saat arus kas tinggi. Sedangkan <i>cash holdings</i> akan diturunkan saat tingkat <i>leverage</i> tinggi. Perusahaan yang sedang tumbuh memegang saldo kas lebih banyak daripada perusahaan yang berada di siklus <i>mature</i>. Selain itu, hasil dari penelitian ini juga menyatakan bahwa <i>cash holdings</i> berpengaruh positif terhadap Tobin's Q dan pengaruhnya lebih besar terjadi pada perusahaan yang sedang berkembang.</p>

3	Yessica Tria Christina dan Erni Ekawati (2014)	<i>Excess Cash Holdings</i> dan Kepemilikan Institusional pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Variabel X: Kepemilikan Institusional Variabel Y: Saldo Kas yang Berlebih (<i>Excess Cash Holdings</i>)	Kemungkinan perilaku manajer yang melakukan praktik <i>excess cash holdings</i> akan mengurangi efisiensi perusahaan
4	Lee Pinkowitz, Rene M. Stulz, dan Rohan Williamson (2003)	<i>Do Firms In Countries With Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash?</i> Variabel X: Karakter Negara (<i>Country Characteristic</i>) Variabel Y: Kas yang berlebih (<i>Excess Cash</i>)	Negara yang memiliki perlindungan lemah terhadap investor memegang saldo kas lebih banyak. Nilai Perusahaan (<i>firm value</i>) di negara yang memiliki perlindungan yang lemah terhadap investor lebih kecil daripada negara yang memiliki peraturan yang lebih baik. Teori agensi mempunyai

			peran penting pada nilai perusahaan oleh investor.
5	Rabecca Theresia Jinkar (2013)	Analisa Faktor- Faktor Penentu Kebijakan <i>Cash Holding</i> Perusahaan Manufaktur di Indonesia Variabel X: <i>Size</i> Perusahaan, <i>Growth Opportunity, Leverage, Cash Flow, Net Working Capital, Capital Expenditure, Divident Payment</i> Variabel Y: <i>Cash Holding</i>	Kebijakan <i>Cash Holding</i> perusahaan manufaktur di Indonesia dipengaruhi oleh <i>growth opportunity, leverage, NWC, dan divident payment</i> . Sehingga dapat disimpulkan bahwa kegiatan operasional dan kegiatan pembiayaan perusahaan adalah kegiatan yang mempengaruhi kebijakan <i>Cash Holding</i> .

Penelitian ini dilakukan berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Azmat (2014). Namun penelitian ini menambahkan beberapa literatur yang memberikan penjelasan mengenai dampak yang akan dihadapi perusahaan apabila perusahaan memegang saldo kas dibawah titik optimal sebagai pelengkap dari penelitian sebelumnya. Metode yang dipakai adalah metode penelitian deskriptif, menurut

Sugiyono (dalam Theresia, 2014) metode penelitian deskriptif adalah metode penelitian yang dilakukan untuk mengetahui nilai dari suatu variabel tanpa membuat perbandingan atau menggabungkan antara variabel satu dengan yang lain yang bertujuan untuk melukiskan atau menggambarkan keadaan di lapangan secara sistematis. Untuk penghitungan *optimal cash holdings* juga menggunakan metode yang sama dengan penelitian Martinez-Sola *et al.* dalam Azmat (2014) yaitu dengan mencari hubungan kurva melengkung antara *firm value* dan *cash holdings*.

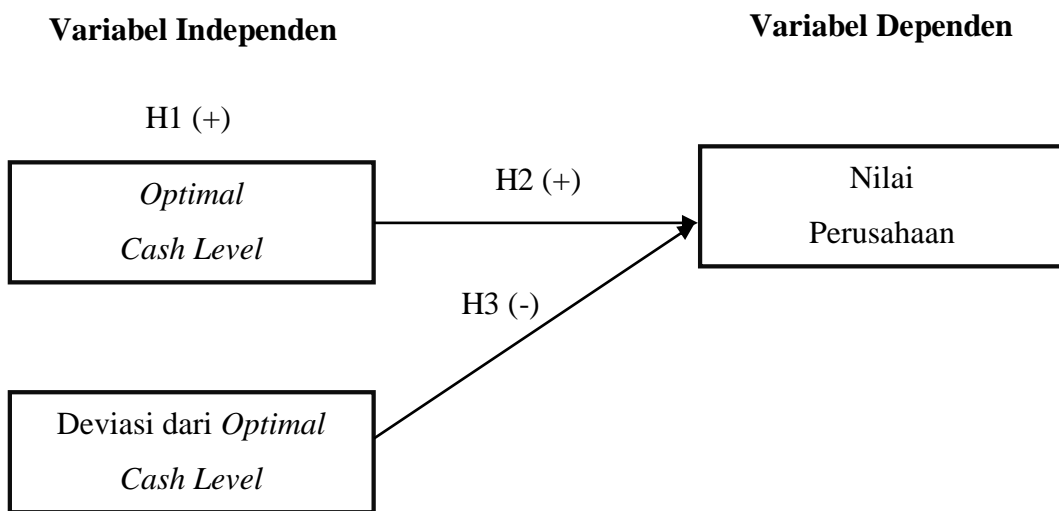
2.2 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Azmat (2014), Saddour (2006), dan Pinkowitz (2003), peneliti berkeyakinan bahwa terdapat tingkat saldo kas optimal dalam hubungannya dengan nilai perusahaan. Tingkat saldo kas dapat dikatakan optimal apabila kelebihan dari *cash holdings* dapat menutupi kekurangan *cash holdings*. Penelitian ini juga menyebutkan bahwa *optimal cash level* akan memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Keown, 2004). Dengan demikian dapat disimpulkan apabila manajemen menetapkan *cash level* pada tingkat yang optimal atau mendekati *optimal level*, akan mempengaruhi ketertarikan investor untuk berinvestasi secara positif karena tingginya persepsi investor akan keberhasilan perusahaan.

Pada titik *optimal cash level*, nilai perusahaan adalah maksimal dan deviasi dari titik optimal saldo kas akan menurunkan nilai perusahaan. Sehingga hubungan antara *optimal cash level* dan nilai perusahaan akan membentuk kurva parabola

yang membuka ke bawah. Titik teratas dari kurva tersebut menunjukkan titik *optimal cash level*. Semakin jauh penyimpangan dari titik maksimal kurva, artinya *cash level* menjauh dari titik optimal dan menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas maka digambarkan kerangka pemikiran sebagai berikut:



2.3 Pengembangan Hipotesis

Menurut Sekaran dan Bougie (2013), hipotesis didefinisikan sebagai pernyataan sementara dan belum diuji kebenarannya yang mana pernyataan tersebut merupakan prediksi dari hasil penelitian yang dilakukan. Pembahasan terperinci mengenai rumusan hipotesis disajikan sebagai berikut.

2.3.1 *Optimal Cash Holdings* Antara Nilai Perusahaan dan *Cash Holdings*.

Ketidaksempurnaan pasar menuntut perusahaan untuk memegang sejumlah saldo kas. Penentuan *cash holdings* adalah keputusan penting yang harus diambil oleh manajer keuangan. Menurut Atniati (2013), *Cash holdings* dapat digunakan untuk beberapa hal, antara lain: dibagikan kepada pemegang saham berupa dividen, melakukan pembelian kembali saham perusahaan, melakukan investasi, atau menyimpannya untuk kepentingan di masa depan.

Terdapat konsekuensi dan manfaat dari kebijakan *cash holdings* tersebut. Manfaat dari kebijakan *cash holdings* adalah dapat memenuhi ketiga motif perusahaan memiliki kas. Yaitu motif transaksi, motif berjaga-jaga dan motif spekulasi (Azmat, 2014). Selain itu *cash holdings* dapat mengurangi risiko kesulitan finansial bagi perusahaan dengan *financial distress cost* yang tinggi (John dalam Jinkar, 2013).

Konsekuensi dari *cash holdings* yang tinggi (*excess cash holdings*) adalah adanya kemungkinan terjadinya konflik agensi antara manajer dan pemegang saham. Kerugian lainnya yaitu adanya biaya peluang atau *opportunity cost* akibat memegang asset dengan imbal hasil minimal. Namun *cash holdings* yang terlalu kecil (*cash shortfall*) juga memiliki konsekuensi yaitu perusahaan berpotensi tidak dapat membayar kewajiban jangka pendeknya yang menyebabkan perusahaan memiliki masalah

likuiditas (Imuly,2014). Menurut Opler (dalam Azmat, 2014) *optimal cash holdings* adalah ketika manfaat dari *cash holdings* dapat menutup konsekuensi *cash holdings* (memegang saldo kas) dan ketika nilai perusahaan mencapai titik maksimal.

Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Opler *et al.* dan Kim *et al.* (dalam Azmat, 2014) yang dilakukan di Amerika Serikat sesuai dengan teori *trade-off*. Menurut teori *trade-off*, terdapat titik dimana tingkat saldo kas adalah optimal dan pada titik itu kelebihan dari *cash holding* dapat menutup kelemahannya.

Maka, berdasarkan penjelasan di atas dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1. Adanya *optimal cash holdings* antara nilai perusahaan dan *cash holdings*.

2.3.2 *Optimal Cash Holdings* dan Nilai Perusahaan.

Penelitian Martinez- Sola *et al.* (dalam Azmat, 2014) mendukung penelitian Kim *et al.* (1998) dan Opler *et al.* (1999) menyatakan keberadaan dari *optimal cash holdings* yang memaksimalkan nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Martinez-Sola *et al.* (dalam Azmat, 2014) yang meneliti perusahaan industrial di Amerika Serikat pada tahun 2001-2007 menyatakan bahwa tingkat *optimal cash holdings* adalah sekitar 14% dari total aset. Pada titik optimal tersebut para investor memiliki persepsi yang baik terhadap profitabilitas dan kelangsungan hidup perusahaan (*going*

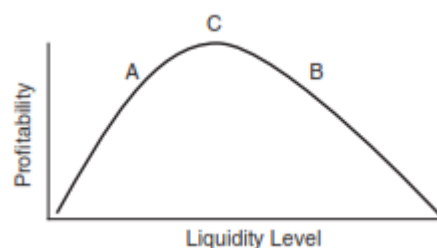
concern) (Atniati, 2013), maka dengan persepsi investor yang baik tersebut meningkatkan nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q.

Dari pengembangan hipotesis di atas dirumuskan pula hipotesis penelitian yang kedua, yaitu:

H2. *Optimal cash holdings* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.3.3 Deviasi *Optimal Cash Holding* dan Nilai Perusahaan.

Optimal cash level adalah hal yang perlu dipertahankan oleh perusahaan karena pada titik ini manfaat *cash holdings* lebih besar daripada konsekuensinya. Azmat (2014) dalam penelitiannya menggambarkan hubungan antara nilai perusahaan dan cash holdings sebagai berikut:



Gambar 2.2 Grafik *Optimal Cash Holdings*

Titik C adalah titik yang menggambarkan letak *optimal cash level* pada nilai perusahaan yang berada di titik puncak kurva. Sementara titik A dan B mewakili deviasi dari *optimal cash level*, semakin jauh jaraknya dari titik optimal maka akan semakin menurunkan nilai perusahaan.

Deviasi dari *optimal cash level* dapat berupa *excess cash holdings* maupun kekurangan *cash holdings (cash shortfall)*. Baik *excess* atau kekurangan *cash holdings* tidak dapat menutupi kelemahan *cash holdings* sehingga kinerja perusahaan menurut persepsi investor yang diukur dengan Tobin's Q menurun.

Eisenhardt (dalam Ujijanto dan Pramuka, 2007) berpendapat, sesuai dengan teori agensi manajer dalam mengelola perusahaan cenderung bertindak mementingkan kepentingannya sendiri daripada kepentingan meningkatkan nilai perusahaan. Selain perusahaan tidak mencapai laba yang optimal karena terlalu banyak saldo kas yang tidak diinvestasikan, *excess cash holdings* juga paling mudah untuk dimanfaatkan demi kepentingan pribadi manajer. Sebaliknya, *cash shortfall* atau kekurangan *cash holdings* menyebabkan perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Akibatnya perusahaan dinilai buruk dan dinyatakan dalam keadaan tidak likuid (Imuly, 2014)

Berdasarkan penjelasan di atas dirumuskan hipotesis ketiga sebagai berikut:

H3. Deviasi *optimal cash holdings* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

BAB III

METODE PENELITIAN

Dalam bab ini akan dijelaskan bagaimana penelitian ini akan dilakukan. Pembahasan di dalamnya mengenai definisi dan operasionalisasi variabel yang digunakan pada penelitian, populasi dan sampel data, metode pengumpulan data, dan metode analisis.

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel adalah apapun yang dapat membedakan, membawa variasi pada nilai (Sekaran, 2006). Secara umum penelitian ini memiliki 3 variabel yaitu variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol.

3.1.1 Variabel Dependen

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (*firm value*).

Nilai perusahaan pada penelitian ini mengikuti metode yang digunakan oleh Azmat (2014) yaitu menggunakan Tobin's Q. Ada beberapa rumus yang sering digunakan peneliti untuk menentukan nilai Tobin's Q. Maka dari itu variabel ini akan menggunakan dua proksi.

Proksi pertama didasarkan pada penelitian Javed dan Iqbal (2006) dan Saddour (2006) dengan rumus:

$$Tobin's Q: \frac{MV \times D}{TA}$$

Keterangan:

MV : *Market value*, nilai pasar perusahaan

D : *Debt*, total nilai buku total kewajiban

TA : *Total Assets*, nilai buku total aset

Proksi lain dalam menghitung besarnya nilai perusahaan yang digunakan pada penelitian ini yaitu dengan rumus MV/TA yang digunakan dalam penelitian Dushnitsky dan Lenox (2006).

3.1.2 Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahan atau timbulnya variabel dependen (terikat) (Sugiyono, 2009). Dan variabel independen dalam penelitian ini adalah *cash holdings*.

Cash holdings merupakan uang tunai yang diperlukan untuk memenuhi kebutuhan aktivitas operasional sehari-hari, serta dapat pula digunakan untuk beberapa hal, yaitu dibagikan kepada para pemegang saham (*shareholders*) berupa dividen kas, membeli kembali saham saat diperlukan, dan untuk keperluan mendadak lainnya. *Cash holdings* dihitung dengan cara menghitung rasio kas. Pengukuran rasio kas yang digunakan pada penelitian ini mengikuti penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Kim *et al.* (1998) yaitu dengan cara membandingkan kas dan setara kas pada total aset.

3.1.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga pengaruh variabel independen terhadap dependen tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti. Variabel kontrol yang dipakai dalam penelitian ini yaitu:

3.1.3.1 *Firm size*, diukur dengan cara mencari log dari total aset.

3.1.3.2 *Leverage*, diukur dengan cara total liabilitas dibagi total aset.

3.1.3.3 Pengeluaran Modal (*capital expenditure*), diukur dengan cara membandingkan total pengeluaran modal (aset tetap tahun $t +$ depresiasi aset tetap tahun $t -$ aset tetap tahun $t-1$) pada total aset.

3.2 Populasi Dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2013. Penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel yang sesuai dengan kriteria. Kriteria penentuan sampel yang dapat dimasukkan ke dalam penelitian ini yaitu:

3.2.1 Perusahaan manufaktur sebagai bagian dari perusahaan non-finansial dengan kata lain menghilangkan semua perusahaan finansial. Hal ini dilakukan karena perusahaan finansial memegang saldo kas untuk motif yang berbeda dari perusahaan lain (Pinkowitz *et al.*, 2003; Drobetz dan Gruninger, 2007).

- 3.2.2 Penelitian juga menghilangkan perusahaan yang sedang mengalami *financial distress*. Perusahaan digolongkan sedang mengalami finansial distress saat angka yang ditunjukkan pada total ekuitas adalah negatif.
- 3.2.3 Perusahaan yang menggunakan kurs rupiah dalam laporan keuangan dan laporan tahunannya. Hal ini dilakukan untuk menghindari bias karena nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing bersifat fluktuatif.
- 3.2.4 Perusahaan yang menyediakan semua data yang dibutuhkan untuk penelitian.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang dipakai pada penelitian ini adalah data sekunder yang diambil dari laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011- 2013. Data sekunder ini diambil dari website BEI (www.idx.co.id).

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu melalui data dokumentasi. Pengumpulan data dilakukan dengan klasifikasi dan kategori data-data tertulis yang berhubungan dengan masalah penelitian, antara lain dari sumber dokumen, jurnal, buku, internet dan lain sebagainya.

3.5 Metode Analisis

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai maksimum, dan nilai minimum. Standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum menunjukkan persebaran data, sedangkan *mean* menunjukkan nilai rata-rata dari data yang bersangkutan.

3.5.2 Analisis Regresi Data Panel

Menurut Ghozali dan Ratmono (2013:231), data panel dapat didefinisikan sebagai sebuah kumpulan data (dataset) dimana perilaku unit *cross-sectional* (misalnya individu, perusahaan, negara) diamati sepanjang waktu.

Gujarati (dalam Ghozali dan Ratmono, 2013:232) menyatakan bahwa teknik data panel yaitu dengan menggabungkan jenis data *cross-section* dan *time series*, memberikan beberapa keunggulan dibandingkan dengan pendekatan standar *cross-section* dan *time series* yaitu:

1. Dengan menggabungkan data *cross-section* dan *time series* maka data panel memberikan data yang lebih informatif, lebih bervariasi, tingkat kolinieritas antarvariabel yang rendah, lebih besar *degree of freedom*, dan lebih efisien.
2. Dengan menganalisis data *cross-section* dalam beberapa periode maka data panel tepat digunakan dalam penelitian perubahan dinamis (*dynamic change*).

3. Data panel mampu mendeteksi dan mengukur pengaruh yang tidak dapat diobservasi melalui data murni *cross-section* atau data murni *time series*.
4. Data panel memungkinkan kita mempelajari model perilaku yang lebih kompleks. Misalkan fenomena skala ekonomis dan perubahan teknologi dapat dipahami lebih baik dengan data panel daripada murni data *cross-section* atau murni data *time series*.
5. Oleh karena data panel berhubungan dengan individu, perusahaan, kota, negara, dan sebagainya sepanjang waktu (*over time*), maka akan bersifat heterogen dalam unit tersebut. Teknik mengestimasi data panel dapat memasukkan heterogenitas secara eksplisit untuk setiap variabel individu secara spesifik.

Terdapat 3 model persamaan yang digunakan adalah:

Model (1): Model ini digunakan untuk menguji keberadaan *optimal cash holdings* antara nilai perusahaan dan *cash holdings*.

$$V_{it} = \beta_0 V_{it-1} + \beta_1 Cash_{it} + \beta_2 Cash_{it}^2 + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Leverage_{it} + \beta_5 Capex_{it} + e$$

Keterangan:

- | | |
|-----------------------|---|
| V_{it} | :Nilai Perusahaan (<i>Firm Value</i>) yang diukur dengan Tobin's Q dan MV/TA |
| $\beta_1 Cash_{it}$ | :Rasio Kas diukur dengan cara membandingkan kas dan setara kas pada total aset. |
| $\beta_2 Cash_{it}^2$ | :Rasio Kas (kuadrat) |
| $\beta_3 Size_{it}$ | : <i>Firm Size</i> , diukur dengan cara mencari log dari total aset. |

$\beta_4Leverage_{it}$: *Leverage*, diukur dengan cara total liabilitas dibagi total aset.

β_5Capex_{it} : *Capital Expenditure*, diukur dengan cara membandingkan total pengeluaran modal (aset tetap tahun t + depresiasi aset tetap tahun t – aset tetap tahun t-1) pada total aset.

e :Standar *Error*

Model (2): Model ini digunakan untuk menguji pengaruh deviasi *optimal cash holdings* terhadap nilai perusahaan.

$$V_{it} = \beta_0 V_{it-1} + \beta_1 Deviation_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Leverage_{it} + \beta_4 Capex_{it} + e$$

Keterangan:

V_{it} :Nilai Perusahaan (*Firm Value*) yang diukur dengan Tobin's Q dan MV/TA

$\beta_1 Deviation_{it}$:Nilai Residual dari Model (1)

$\beta_2 Size_{it}$: *Firm Size*, diukur dengan cara mencari log dari total aset.

$\beta_3 Leverage_{it}$: *Leverage*, diukur dengan cara total liabilitas dibagi total aset.

$\beta_4 Capex_{it}$: *Capital Expenditure*, diukur dengan cara membandingkan total pengeluaran modal (aset tetap tahun t + depresiasi aset tetap tahun t – aset tetap tahun t-1) pada total aset.

e :Standar *Error*

Model (3): Model ini digunakan untuk menguji pengaruh *excess cash holdings* dan *cash shortfall* terhadap nilai perusahaan.

$$V_{it} = \beta_0 V_{it-1} + \beta_1 \text{Deviation}_{it} + \beta_2 \text{interaction term}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{Leverage}_{it} + \beta_5 \text{Capex}_{it} + e$$

Keterangan:

V_{it}	:Nilai Perusahaan (<i>Firm Value</i>) yang diukur dengan Tobin's Q dan MV/TA
$\beta_1 \text{Deviation}_{it}$:Nilai Residual dari Model (1)
$\beta_2 \text{interaction term}_{it}$: <i>dummy</i> dari nilai residual (1). Nilai 1 untuk nilai positif (<i>positive value</i>) dan 0 untuk nilai negatif (<i>negative value</i>)
$\beta_3 \text{Size}_{it}$: <i>Firm Size</i> , diukur dengan cara mencari log dari total aset.
$\beta_4 \text{Leverage}_{it}$: <i>Leverage</i> , diukur dengan cara total liabilitas dibagi total aset.
$\beta_5 \text{Capex}_{it}$: <i>Capital Expenditure</i> , diukur dengan cara membandingkan total pengeluaran modal (aset tetap tahun t + depresiasi aset tetap tahun t – aset tetap tahun t-1) pada total aset.
e	:Standar <i>Error</i>

Pengaruh *cash shortfall* pada nilai perusahaan ditunjukkan oleh koefisien β_1 dan pengaruh *excess cash holdings* pada nilai perusahaan ditunjukkan oleh koefisien $\beta_1 + \beta_2$

3.5.2 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik adalah persyaratan statistik yang harus dipenuhi pada analisis regresi linear berganda yang berbasis ordinary least square (OLS). Jadi analisis regresi yang tidak berdasarkan OLS tidak memerlukan persyaratan asumsi

klasik, misalnya regresi logistik atau regresi ordinal. Demikian juga tidak semua uji asumsi klasik harus dilakukan pada analisis regresi linear, misalnya uji multikolinearitas tidak dapat dipergunakan pada analisis regresi linear sederhana dan uji autokorelasi tidak perlu diterapkan pada data cross sectional.

3.5.2.1 Uji Normalitas

Uji Normalitas pada dasarnya dilakukan dengan tujuan mengetahui normal tidaknya distribusi residual dari model regresi variabel. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk melihat normalitas data dapat digunakan Kolmogorov-Smirnov Test, yaitu membandingkan nilai *asymptotic significance* dengan $\alpha=5\%$. Data dikatakan berdistribusi normal jika nilai *asympt. sig 2-tailed* > 0,05.

3.5.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antarvariabel independen (bebas). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen (bebas). Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak orthogonal. Variabel orthogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol (Ghozali, 2011:105).