

**ANALISIS FAKTOR–FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI KEPUTUSAN *CASH HOLDINGS*
PERUSAHAAN
(Studi Empiris Perusahaan Sektor Non Keuangan yang Terdaftar
di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015)**



SKRIPSI

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

Disusun oleh:

RISTI BELA BESTARI

NIM. 12030113120085

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2017**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Risti Bela Bestari
Nomor Induk Mahasiswa : 12030113120085
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi
Judul Skripsi : Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi
Keputusan *Cash Holdings* Perusahaan
(Studi Empiris Perusahaan Sektor Non Keuangan
yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Tahun 2011-2015)
Dosen Pembimbing : Dr. Rr. Sri Handayani, S.E., M.Si., Akt.

Semarang, 7 April 2017

Dosen Pembimbing,



(Dr. Rr. Sri Handayani, S.E., M.Si., Akt.)

NIP. 197410051998022001

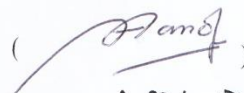
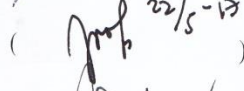
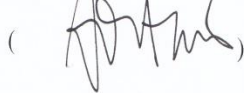
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama : Risti Bela Bestari
Nomor Induk Mahasiswa : 12030113120085
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi
Judul Skripsi : Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi
Keputusan *Cash Holdings* Perusahaan
(Studi Empiris Perusahaan Sektor Non Keuangan
yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Tahun 2011-2015)

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 21 April 2017

Tim Penguji

1. Dr. Rr. Sri Handayani S.E., M.Si., Akt
2. Dr. Endang Kiswara S.E., M.Si., Akt
3. Aditya Septiani S.E., M.Si., Akt

()
( 22/5-17)
()

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan dibawah ini saya, Risti Bela Bestari, menyatakan bahwa skripsi dengan judul Analisis Faktor–Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Cash Holdings Perusahaan (Studi Empiris Perusahaan Sektor Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015), 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 salin itu, 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 disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah – olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 7 April 2017

Yang membuat pernyataan

(Risti Bela Bestari)

Nim. 12030113120085

ABSTRACT

The purpose on this study is to provide empirical evidence relating to the determinants that influence the decision of cash holdings. The determinants that affect the amount of cash holdings consists of firm size, leverage, investment opportunity set, cash flows, dividen, capital expenditure, size of the board directors and the independece of the board commissioners. This study also aimed to understand the motives behind the level of corporate cash holdings and the theories that maybe able to explain the underlying reasons why firms hold so much cash.

This study uses secondary data collected from Indonesia Stock Exchange. The reserach data is the annual financial statement of the firms in the non-financial sector for the period 2011-2015. Of the 2,029 firms in the non-financial sector acquired 430 firms that met the criteria of the sample. This study using Ordinary Least Square (OLS) regression.

Based on the result of hypothesis test, there is a negative and significant effect between firm size, leverage, investment opportunity set, capital expenditure, and the independece of the board commissioners on cash holdings. On the other hand, there is a positive and significant effect between cash flows, dividen and size of the board directors on cash holdings. The significant result of the hypothesis test showed that the determinants of cash holdings is mostly consisten with the pecking order theory and free cash flow theory.

Keywords : cash holdings, firm size, leverage, investment opporuniy set, cash flows, dividen, capital expenditure, size of the board directors, the independence of the board commissioners.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris yang berkaitan dengan faktor – faktor yang mempengaruhi keputusan *cash holdings* perusahaan. Faktor – faktor yang mempengaruhi *cash holdings* terdiri atas besaran perusahaan, *leverage*, *investment opportunity set*, arus kas, dividen, *capital expenditure*, ukuran dewan direksi dan independensi dewan komisaris. Penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui motif yang melatarbelakangi tingkat *cash holdings* perusahaan dan teori yang dapat menjelaskan alasan yang mendasari perusahaan menahan kas dalam jumlah yang besar.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan pada penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan di sektor non keuangan dari tahun 2011-2015. Dari 2.029 perusahaan di sektor non keuangan diperoleh 430 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel penelitian. Analisis data penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, besaran perusahaan, *leverage*, *investment opportunity set*, *capital expenditure* dan independensi dewan komisaris berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cash holdings*. Arus kas, dividen dan ukuran dewan direksi berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Hasil yang signifikan pada pengujian menunjukkan bahwa faktor–faktor yang mempengaruhi *cash holdings* konsisten dengan *pecking order theory* dan *free cash flow theory*.

Kata kunci : *cash holdings*, besaran perusahaan, *leverage*, *investment opportunity set*, arus kas, dividen, *capital expenditure*, besaran dewan direksi dan independensi dewan komisaris

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas limpahan rahmat, hidayah serta kasih sayang sehingga penulis mampu menyelesaikan penelitian ini dengan lancar. Penulisan skripsi dengan judul “ANALISIS FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEPUTUSAN *CASH HOLDINGS* PERUSAHAAN (STUDI EMPIRIS PERUSAHAAN SEKTOR NON-KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2011-2015)”.

Penulisan skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan program S1 pada Fakultas ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang. Dalam menyusun skripsi ini penulis telah mendapatkan banyak bantuan, pengarahan, dan dorongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dengan tulus dan segala kerendahan hati penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar – besarnya kepada :

1. Bapak Dr. Suharnomo, S.E., M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Ibu Dr. Rr. Sri Handayani, S.E., M.Si., Akt selaku dosen pembimbing yang tiada selalu bersedia meluangkan waktu untuk memberikan bimbingan, arahan, serta dukungan dalam menyelesaikan skripsi ini.
3. Bapak Faisal, S.E., M.Si., Ph.D, CMA, CRP selaku dosen wali yang telah membina dan memberi arahan dalam perkuliahan.
4. Kedua orang tua penulis, Bapak Tri Laksito dan Ibu Siswati tercinta yang tidak pernah berhenti memberikan semangat, dukungan baik moral maupun

material, serta doa untuk kesuksesan penulis selama menempuh perkuliahan hingga selesai menyelesaikan studi ini.

5. Kakakku tersayang Anggita Dimas Askidara Elvita yang selalu memberikan motivasi, dorongan, semangat, bantuan dan doa kepada penulis agar selalu berusaha dan tidak mudah menyerah dalam menghadapi setiap kesulitan selama masa perkuliahan hingga proses menyelesaikan skripsi ini.
6. Seluruh keluarga besarku yang selalu ada di dekatku, terima kasih atas kasih sayang, dukungan dan doanya.
7. Sahabat – sahabatku seperjuangan selama menempuh perkuliahan Anggit, Mufid, Claudia, dan Apri yang menjadi keluarga dan menemani hari – hari penulis, menjadi teman yang selalu ada di saat senang maupun sedih, yang selalu menguatkan satu sama lain, saling membantu tanpa diminta, saling mendukung dan memotivasi serta saling berbagi curahan hati. Terima kasih atas kebersamaan yang telah kita jalani dan setiap pengalaman yang kita ukir bersama. Sukses selalu sahabat-sahabatku.
8. Sahabat – sahabatku yang tinggal satu atap bersama di Graha Prudents dan menjadi keluarga baru bagi penulis, Dina, Ivel, Fani dan Eveline yang selalu membantu dan menemani hari – hari penulis. Terima kasih atas keceriaan yang kalian bagikan selama ini. Semoga impian kalian semua dapat terwujud dan sukses selalu di masa depan.
9. Teman – teman KKN Tim II 2016 Kecamatan Sukolilo, Desa Gadudero, Regina, Cantik, Talitha, Rama, Ryan, Budi, Juki dan Arief terima kasih atas doa, dukungan dan kebersamaannya selama ini. Sukses selalu teman – teman.

10. Seluruh dosen pengajar, staf dan karyawan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu penulis selama menempuh perkuliahan hingga proses penyelesaian skripsi.
11. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah memberikan bantuan baik secara langsung maupun tidak langsung.

Hanya doa, ucapan syukur dan terima kasih yang dapat penulis panjatkan semoga Allah SWT membalas semua kebaikan yang telah diberikan. Harapan penulis semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semuanya. Amin.

Semarang, 7 April 2017

Penulis,

(Risti Bela Bestari)

NIM. 12030113120085

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

*Dan jika kamu menghitung – hitung nikmat Allah
Niscaya kamu tak dapat menentukan jumlahnya
Sesungguhnya Allah benar-benar Maha Pengampun
lagi Maha Penyayang (Q.S. An-Nahl/16 : 18)*

*It matters not how strait the gate
How charged with punishments the scroll
I'm the master of my fate, I'm the captain of my soul
(Invictus, William Ernest Henley)*

Skripsi ini saya persembahkan untuk Ayah, Ibu, Kakak tercinta

Dan Almamaterku

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
ABSTRACT	v
ABSTRAK	vi
KATA PENGANTAR.....	vii
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	x
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL	xvi
DAFTAR GAMBAR	xvii
DAFTAR LAMPIRAN	xviii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah	12
1.3 Tujuan Penelitian.....	14
1.4 Kegunaan Penelitian.....	14
1.5 Sistematika Penulisan.....	17
BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....	19
2.1 Landasan Teori	19
2.1.1 Pecking Order Theory	19
2.1.2 Free Cash Flow Theory	23

2.1.3 Cash Holdings	25
2.1.4 Motif <i>Cash Holdings</i>	26
2.1.4.1 <i>The Transaction Motive</i>	27
2.1.4.2 <i>The Precautionary Motive</i>	27
2.1.4.3 <i>The Tax Motive</i>	28
2.1.4.4 The Agency Motive	28
2.1.5 Karakteristik Perusahaan.....	29
2.1.5.1 Besaran Perusahaan	29
2.1.5.2 <i>Leverage</i>	30
2.1.5.3 <i>Investment Opportunity Set</i>	31
2.1.5.4 Arus Kas	33
2.1.5.5 Dividen	34
2.1.5.6 <i>Capital Expenditure</i>	36
2.1.5.7 Besaran dewan direksi	37
2.1.5.8 Independensi Dewan Komisaris	38
2.2 Penelitian Terdahulu	39
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis	62
2.4 Pengembangan Hipotesis	65
2.4.1 Pengaruh Besaran Perusahaan terhadap <i>Cash Holdings</i>	65
2.4.2 Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap <i>Cash Holdings</i>	65
2.4.3 Pengaruh <i>Investment opportunity Set</i> terhadap <i>Cash Holdings</i>	66
2.4.4 Pengaruh Arus Kas terhadap <i>Cash Holdings</i>	68

2.4.5 Pengaruh Dividen terhadap <i>Cash Holdings</i>	69
2.4.6 Pengaruh <i>Capital Expenditure</i> terhadap <i>Cash Holdings</i>	70
2.4.7 Pengaruh Besaran Dewan Direksi terhadap <i>Cash Holdings</i>	71
2.4.8 Pengaruh Independensi Dewan Komisaris terhadap <i>Cash Holdings</i>	72
BAB III METODE PENELITIAN	73
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Penelitian	73
3.1.1 Variabel Dependen	73
3.1.2 Variabel Independen	73
1. Besaran Perusahaan	73
2. <i>Leverage</i>	74
3. <i>Investment Opportunity Set</i>	74
4. Arus Kas	75
5. Dividen	76
6. <i>Capital Expenditure</i>	76
7. Besaran dewan direksi	77
8. Independensi Dewan Komisaris	78
3.2 Jenis dan Sumber Data	81
3.3 Metode Pengumpulan Data	81
3.4 Populasi dan sampel	81
3.5 Metode Analisis Data	82
3.5.1 Uji Statistik Deskriptif	82
3.5.2 Uji Asumsi Klasik	82

3.5.2.1 Uji Normalitas	83
3.5.2.2 Uji Multikolinearitas	84
3.5.2.3 Uji Autokorelasi	84
3.5.2.4 Uji Heteroskedastisitas	85
3.5.3 Uji <i>Goodness of Fit Model</i>	86
3.5.3.1 Uji Simultan (Uji F)	86
3.5.3.2 Koefisien Determinasi (R^2)	87
3.5.3.3 Uji Partial (Uji t)	87
3.5.4 Pengujian Hipotesis.....	88
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	89
4.1 Deskripsi Objek Penelitian.....	89
4.2 Analisis Data	90
4.2.1 Hasil Statistik Deskriptif	90
4.2.2 Hasil Uji Asumsi Klasik.....	96
4.2.2.1 Hasil Uji Normalitas.....	96
4.2.2.2 Hasil Uji Multikolinearitas	98
4.2.2.3 Hasil Uji Autokorelasi.....	99
4.2.2.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	99
4.2.3 Hasil <i>Goodness Of Fit Model</i>	100
4.2.3.1 Hasil Uji Simultan (Uji F)	100
4.2.3.2 Hasil Koefisien Determinasi (R^2).....	100
4.2.3.3 Hasil Uji Partial (Uji t)	101
4.2.4 Hasil Pengujian Hipotesis	103

4.3 Pembahasan dan Interpretasi Hasil	106
4.3.1 Pengaruh besaran perusahaan terhadap <i>cash holdings</i>	106
4.3.2 Pengaruh <i>leverage</i> terhadap <i>cash holdings</i>	107
4.3.3 Pengaruh <i>ios</i> terhadap <i>cash holdings</i>	109
4.3.4 Pengaruh arus kas terhadap <i>cash holdings</i>	111
4.3.5 Pengaruh dividen terhadap <i>cash holdings</i>	112
4.3.6 Pengaruh <i>capital expenditure</i> terhadap <i>cash holdings</i>	113
4.3.7 Pengaruh besaran dewan direksi terhadap <i>cash holdings</i>	114
4.3.8 Pengaruh independensi dewan komisaris terhadap <i>cash holdings</i>	115
BAB V PENUTUP	117
5.1 Kesimpulan.....	117
5.2 Keterbatasan Penelitian	118
5.3 Saran.....	119
Daftar Pustaka	120

DAFTAR TABEL

1. Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	52
2. Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel.....	79
3. Tabel 4.1 Ringkasan Sampel Penelitian.....	89
4. Tabel 4.2 Hasil Uji Statistik Deskriptif.....	90
5. Tabel 4.3 Ringkasan Hasil Uji Asumsi Klasik dan <i>Goodness of Fit Model</i>	96
6. Tabel 4.4 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis	103

DAFTAR GAMBAR

1. Gambar 2.1 Model penelitian yang dihipotesiskan.....	64
2. Gambar 4.1 Uji Normalitas – Grafik Histogram.....	97
3. Gambar 4.2 Uji Normalitas – Normal Probability Plot.....	97

DAFTAR LAMPIRAN

1. Lampiran 1 Daftar Nama Perusahaan Sektor Non Keuangan.....	126
2. Lampiran 2 Cash To Total Asset (CASH)	129
3. Lampiran 3 Leverage Ratio (LEV)	131
4. Lampiran 4 Investment Opportunity Set Ratio (IOS)	133
5. Lampiran 5 Cash Flows to Asset Ratio (OCF)	135
6. Lampiran 6 Dividen to Asset Ratio (DIV)	137
7. Lampiran 7 Capital Expenditure to Asset (CAPEX)	139
8. Lampiran 8 LN_Jumlah Direktur (NUMDIR)	141
9. Lampiran 9 Proporsi Dewan Komisaris Independen (INDC)	143
10. Lampiran 10 LN_Total Aset (SIZE)	145
11. Lampiran 11 Hasil Output SPSS 22	147

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Penelitian Bates, Kahle, dan Stulz (2009) menunjukkan bahwa terdapat peningkatan *cash holdings* selama tahun 1980-2006 di Amerika Serikat. Rata-rata rasio kas meningkat dua kali lipat dari 10,5% pada tahun 1980 menjadi 23,2% pada tahun 2006. Perusahaan-perusahaan di Asia Timur mempunyai jumlah kas hampir dua kali lipat dari median *cash holdings* selama kurun waktu 10 tahun pasca krisis keuangan, meningkat dari 6,7% pada tahun 1996 menjadi 12,1% pada tahun 2006. Lima negara ASEAN yaitu Malaysia, Filipina, Indonesia, Thailand dan Singapura tingkat *cash holdings* perusahaannya mencapai 12%. Median rasio kas menurun drastis pada awal tahun 1990-an dan meningkat pada awal tahun 2000-an (Y. Lee dan Song, 2011). Tren peningkatan *cash holdings* perusahaan disebabkan oleh terjadinya ekspansi ekonomi pada tahun 2005 sehingga aliran arus kas masuk ke perusahaan semakin besar (Wasiuzzaman, 2014).

Krisis keuangan yang meningkat pada Oktober tahun 2008 menyebabkan Indonesia mengalami tekanan finansial. Krisis keuangan mendorong risiko likuiditas meningkat dan menyebabkan investor menarik sahamnya dari Indonesia. Perilaku *risk averse* investor tersebut menunjukkan adanya perubahan preferensi investasi dari aset yang berisiko ke aset yang lebih aman. Perusahaan selama masa krisis meningkatkan jumlah kepemilikan kas dan setara kas maupun *secondary reserve* yang

mudah dikonversi ke dalam bentuk kas. Salah satu pendanaan ekonomi yang dipilih perusahaan pasca krisis adalah pendanaan dari sumber dana internal seperti tabungan bruto perusahaan (Bank Indonesia, 2009). Y. Lee dan Song (2011) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan berusaha untuk meningkatkan kepemilikan kas dan menghindari pendanaan eksternal seperti pinjaman bank, obligasi dan saham selama masa krisis tersebut. Perusahaan-perusahaan cenderung menjadi konservatif dan mengurangi kebijakan investasi sementara meningkatkan jumlah kepemilikan kas setelah masa krisis.

Bates et al. (2009) menyebutkan bahwa alasan perusahaan menahan kas didasari oleh empat motif yaitu motif transaksi, motif berjaga-jaga, motif pajak dan motif keagenan. Motif transaksi berkaitan dengan alasan perusahaan menahan kas untuk menghindari biaya transaksi pendanaan eksternal yang mahal dan mengurangi biaya melikuidasi aset non kas ke dalam bentuk kas untuk membayar transaksi harian perusahaan. Motif berjaga-jaga berkaitan dengan cara perusahaan dalam mengatasi guncangan ekonomi yang merugikan ketika akses ke pasar modal sulit dan untuk mengantisipasi situasi diluar prediksi yang menyebabkan adanya pengeluaran-pengeluaran modal yang tidak terduga. Motif pajak berkaitan dengan penghindaran pajak yang merugikan perusahaan. Motif keagenan berkaitan dengan perilaku manajer perusahaan yang lebih memilih menahan kas daripada membagikan kas kepada pemegang saham dan untuk mencapai kepentingannya sendiri.

Pada pasar modal yang sempurna tingkat optimal *cash holdings* tidaklah relevan. Ketika arus kas tiba – tiba menurun, perusahaan dapat menghimpun dana dari sumber eksternal untuk memenuhi kegiatan operasi dan investasi. Premi likuiditas atau pajak yang merugikan tidak ada dalam pasar modal yang sempurna sehingga tidak ada biaya pajak yang merugikan atau biaya peluang (*opportunity cost*). Manajer perusahaan pada pasar modal yang sempurna diasumsikan hanya akan berinvestasi pada proyek – proyek yang memiliki *net present value* positif sehingga tidak ada biaya agensi. Tingkat optimal *cash holdings* tidak akan mengubah kekayaan pemegang saham (Opler, Pinkowitz, Stulz, dan Williamson, 1999).

Drobetz dan Grüninger (2007) mengemukakan bahwa *cash holdings* tetap dibutuhkan oleh perusahaan. Pada kenyataannya pasar modal tidak selalu sempurna dan adanya biaya transaksi menyebabkan *cash holdings* menjadi relevan (Bigelli dan Sánchez-Vidal, 2012). Pada kasus tertentu, *cash holdings* memberikan fleksibilitas keuangan bagi perusahaan dan menjadi sumber dana yang sangat berharga, misalnya ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial constraints*) (Ginglinger dan Saddour, 2007). *Cash holdings* menjadi alternatif pilihan pendanaan yang berbiaya rendah bagi perusahaan. Pada pasar modal yang tidak sempurna, perusahaan akan berusaha meminimalkan biaya–biaya yang berkaitan dengan pendanaan eksternal untuk menjaga fleksibilitas keuangan perusahaan (Podolski, Truong, dan Veeraraghavan, 2016). Biaya–biaya yang berkaitan dengan pendanaan

eksternal tersebut disebabkan oleh terjadinya informasi asimetris antara perusahaan dan investor, masalah keagenan serta biaya–biaya transaksi.

Pada pasar modal yang tidak sempurna akan sulit bagi perusahaan yang mempunyai kas yang terlalu sedikit atau terlalu banyak. Perusahaan yang bertujuan memaksimalkan nilai perusahaan akan menahan sejumlah kas dengan menyeimbangkan manfaat dan biaya dari menahan kas tersebut (Opler et al. 1999). Ferreira dan Vilela (2004) menyebutkan bahwa manfaat *cash holdings* antara lain mengurangi kesulitan keuangan, membantu perusahaan tetap memenuhi kebijakan investasi meskipun perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan, mengurangi biaya menghimpun dana eksternal dan biaya melikuidasi aset. Kas berfungsi sebagai penyangga antara sumber dana perusahaan dan penggunaannya.

Biaya dari *cash holdings* adalah rendahnya tingkat *return* yang diperoleh perusahaan (Ferreira dan Vilela, 2004; Opler et al. 1999). Kas yang berlebih dapat memunculkan masalah keagenan antara manajer perusahaan dan pemegang saham. Manajer perusahaan akan mengutamakan kepentingan mereka sendiri di lain sisi mengorbankan kepentingan pemegang saham (Ozkan dan Ozkan, 2004). Dari sisi pemegang saham, menahan kas yang terlalu banyak juga memberikan dampak potensial terhadap return yang akan diterima. Menimbun kas terlalu banyak menunjukkan bahwa perusahaan tidak sukses dan membiarkan kas menganggur (*idle fund*) mencerminkan bahwa tidak adanya return yang tinggi (E. Lee dan Powell, 2011).

Pecking order theory yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984) menerangkan preferensi pendanaan yang berkaitan dengan alasan perusahaan melakukan *cash holdings*. *Pecking order theory* menjelaskan perusahaan pertama-tama membiayai investasi menggunakan laba ditahan, utang yang aman kemudian utang yang beresiko dan terakhir dengan ekuitas. Ferreira dan Vilela (2004) mengemukakan bahwa hirarki pendanaan digunakan untuk meminimalkan biaya informasi asimetris dan biaya menghimpun dana dari sumber eksternal. *Pecking order theory* menyatakan tidak ada tingkat optimal *cash holdings* perusahaan. *Cash holdings* hanya sebagai penyangga antara laba ditahan dan kebutuhan investasi. *Cash holdings* berperan sebagai penyangga dalam menghadapi situasi-situasi yang sulit dan digunakan untuk membiayai kegiatan operasional dan investasi perusahaan ketika sumber pendanaan eksternal tidak tersedia atau mahal.

Opler et al. (1999) menyebutkan bahwa berdasarkan *free cash flow theory* yang dikembangkan oleh Jensen (1986) menjelaskan alasan manajemen menahan kas. Pertama, manajemen menahan kas sebagai bentuk perilaku *risk averse*. Kedua, manajemen menahan kas untuk memudahkan mereka dalam mencapai kepentingannya sendiri. Ketiga, manajemen menahan kas karena tidak ingin membagikan kas tersebut kepada pemegang saham dan memilih menyimpan kas di perusahaan. Manajemen yang mempunyai insentif mengatur kas akan meningkatkan jumlah aset di bawah kendali mereka dan mendapatkan kekuasaan diskresi atas kebijakan investasi perusahaan.

Penelitian–penelitian terdahulu telah menemukan karakteristik perusahaan yang diperkirakan mempengaruhi *cash holdings*. Salah satu karakteristik perusahaan yang mempengaruhi *cash holdings* adalah besaran perusahaan. Penelitian oleh Opler et al. (1999) menunjukkan bahwa besaran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Perusahaan kecil cenderung mempunyai tingkat *cash holdings* yang tinggi. Penelitian D’Mello, Krishnaswami, dan Larkin (2008) menunjukkan bahwa manajer mengalokasikan rasio kas lebih tinggi ke perusahaan–perusahaan kecil. Penelitian oleh Kim, Kim, dan Woods (2011) memperoleh hasil yang sama, perusahaan besar cenderung mempunyai tingkat *cash holdings* yang rendah karena mempunyai akses ke pasar modal yang lebih besar. Perusahaan kecil kemungkinan mempunyai peluang yang lebih besar mengalami kendala keuangan dan biaya pinjaman dana eksternal yang tinggi daripada perusahaan besar sehingga menahan kas lebih banyak. Penelitian oleh Ferreira dan Vilela, (2004), Bates et al. (2009) dan Gill dan Shah (2012) juga mendukung hasil tersebut. Penelitian oleh Al-Najjar (2013) memperoleh hasil yang berbeda, besaran perusahaan berpengaruh positif terhadap *cash holdings* pada sampel perusahaan di Cina. Perusahaan di Cina yang kebanyakan berbentuk *diversified firms* membutuhkan kas dalam jumlah yang besar.

Penelitian oleh Ozkan dan Ozkan (2004) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi mempunyai *cash holdings* yang rendah. *Leverage* dalam penelitian ini berperan sebagai *proxy* kemampuan

perusahaan dalam berutang. Perusahaan menggunakan utang sebagai pengganti kas dan setara kas. Penelitian oleh Ferreira dan Vilela (2004) memperoleh hasil yang sama dengan penelitian Ozkan dan Ozkan (2004) yaitu hasil yang konsisten dengan *pecking order theory*. Tingkat utang yang tinggi dan *cash holdings* yang rendah terjadi secara simultan ketika investasi melebihi laba ditahan. Hasil penelitian D'Mello et al. (2008) dan Mohsin, Shujahat, dan Ghulam (2016) mendukung hasil penelitian tersebut. Penelitian oleh Ogundipe, Salawu, dan Ogundipe (2012) dan Gill dan Shah (2012) memperoleh hasil yang berbeda, leverage berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi akan mengumpulkan kas yang banyak untuk mengurangi potensi *financial distress*.

Penelitian Opler et al. (1999), Ferreira dan Vilela (2004), Duchin (2010), Kim et al. (2011) dan Denis dan Sibilkov (2010) menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Perusahaan dengan *investment opportunity set* yang besar membutuhkan permintaan kas yang banyak. Jika perusahaan hanya mempunyai kas yang sedikit maka perusahaan akan kehilangan peluang investasi yang *profitable*. *Constrained firms* yang mempunyai *investment opportunity* yang besar mengumpulkan kas lebih banyak dibandingkan *unconstrained firms* (Denis dan Sibilkov 2010). Penelitian oleh Gill dan Mathur (2011) menemukan bahwa *Investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Investasi yang semakin besar akan menyebabkan kas semakin menurun. Perusahaan dalam hal ini menahan kas hanya untuk berjaga – jaga.

Penelitian oleh Ferreira dan Vilela (2004) menunjukkan bahwa arus kas berpengaruh positif terhadap *cash holdings* sesuai dengan *pecking order theory*. Penelitian Ozkan dan Ozkan (2004) memperoleh hasil yang sama, perusahaan yang mempunyai arus kas yang tinggi mempunyai tingkat *cash holdings* yang tinggi pula. Hal tersebut disebabkan perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal. Perusahaan menyimpan arus kas dalam bentuk kas untuk melindungi perusahaan dari kekurangan kas di masa depan. Penelitian Wasiuzzaman (2014), Ogundipe et al. (2012) dan Drobetz dan Grüninger (2007) mendukung hasil penelitian tersebut. Perusahaan yang mempunyai arus kas yang tinggi akan mengumpulkan kas yang lebih banyak untuk membiayai investasi – investasi baru.

Hasil Penelitian oleh Drobetz dan Grüninger (2007) dan Wasiuzzaman (2014) menunjukkan bahwa pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Perusahaan mengumpulkan kas yang banyak untuk mendukung pembayaran dividen, jika pembayaran dividen berkurang bisa menjadi sinyal negatif di pasar modal. Penelitian Kim et al. (2011), Bates et al. (2009), Ferreira dan Vilela (2004) dan Opler et al. (1999) memperoleh hasil yang berbeda, pembayaran dividen berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Mengacu pada motif transaksi, kebijakan pembayaran dividen akan mengurangi kas perusahaan. Perusahaan yang membayar dividen dapat mengumpulkan dana (kas) dengan biaya yang rendah yaitu dengan cara mengurangi pembayaran dividen. Perusahaan yang membayar dividen

mempunyai tingkat risiko yang kecil sehingga mempunyai akses yang mudah dalam mendapatkan dana dari sumber eksternal. Perusahaan yang mempunyai akses yang mudah ke pasar modal tidak perlu mengumpulkan kas sebagai motif berjaga – jaga.

Penelitian oleh Bates et al. (2009), Kim et al. (2011), Wasiuzzaman (2014) dan Belkhir, Boubaker, dan Derouiche (2014) memperoleh hasil bahwa *capital expenditure* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Semakin banyak *capital expenditure* perusahaan semakin sedikit kas perusahaan karena untuk memenuhi kebutuhan *capital expenditure* tersebut. *Capital expenditure* yang digunakan untuk membentuk aset – aset lalu digunakan sebagai jaminan pinjaman, dapat meningkatkan kapasitas utang. Peningkatan kapasitas utang oleh manajer dapat mengurangi permintaan kas. Penelitian oleh Kusnadi (2003) menunjukkan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap *cash holdings*, perusahaan mengumpulkan kas yang banyak untuk memenuhi kebutuhan *capital expenditure*.

Hasil Penelitian oleh Kusnadi (2003), Kusnadi (2005), Drobetz dan Grüniger (2007) dan Chen dan Chuang (2009) menunjukkan bahwa jumlah dewan direksi berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Semakin besar jumlah dewan direksi semakin tinggi tingkat *cash holdings* perusahaan. Dewan direksi perusahaan sering kali bersifat pasif dalam mengawasi perusahaan karena cenderung mempunyai hubungan yang baik dengan manajemen. Jumlah dewan direksi yang besar yang dipimpin oleh CEO dan didominasi oleh *insiders*, cenderung kurang efektif dalam melaksanakan

tanggung jawab pengawasan perusahaan. Hal tersebut menimbulkan masalah keagenan serta kurang efektifnya tata kelola perusahaan. Perusahaan yang mempunyai perlindungan investor yang rendah akan mengumpulkan kas lebih banyak dibandingkan perusahaan yang mempunyai perlindungan investor yang baik (Dittmar, Mahrt-smith, dan Servaes, 2003). Penelitian oleh Wasiuzzaman (2014) dan Harford, Mansi, dan Maxwell (2008) menunjukkan bahwa besaran dewan direksi tidak berpengaruh terhadap *cash holdings*.

Penelitian oleh Chen dan Chuang (2009) memperoleh hasil bahwa dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Keberadaan dewan komisaris independen dapat meningkatkan *cash holdings* dan efektivitas tata kelola perusahaan. Perusahaan meningkatkan *cash holdings* untuk mempertahankan peluang investasi yang menguntungkan. Pemegang saham dapat mendukung perusahaan untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang lebih berisiko untuk mendapatkan *return* yang tinggi. Penelitian oleh Wasiuzzaman (2014) memperoleh hasil yang berbeda, dewan komisaris independen berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Keberadaan dewan komisaris independen dapat menentukan keputusan yang lebih independen bagi perusahaan. Dewan komisaris independen dapat mengganti manajer yang tidak berkompeten untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Jumlah dewan komisaris independen yang besar dapat mengurangi tindakan oportunistik perusahaan sehingga menurunkan tingkat *cash holdings*. Penelitian oleh Kusnadi (2011) memperoleh hasil yang sama tetapi dengan argumen yang berbeda. Proporsi dewan komisaris independen

yang kecil kemungkinan karena adanya pergantian struktur kepemimpinan ganda ke struktur kepemimpinan tunggal. Struktur dewan komisaris yang demikian mengakibatkan pelaksanaan pengawasan terhadap manajemen kurang efektif. Pengawasan yang kurang efektif menimbulkan masalah keagenan dan tata kelola perusahaan menjadi buruk. Tata kelola perusahaan yang buruk menyebabkan pemegang saham tidak bisa mengendalikan manajemen dalam hal pendistribusian kas. Manajemen cenderung akan menahan kas lebih banyak dibawah kendalinya.

Adanya perbedaan hasil antara penelitian satu dengan penelitian lainnya, maka menarik untuk dilakukan penelitian lebih lanjut mengenai *cash holdings*. Wasiuzzaman (2014) menyebutkan bahwa penelitian mengenai *cash holdings* relatif mendapat sedikit perhatian di negara berkembang dan kemungkinan termasuk Indonesia. Keputusan *cash holdings* sangat penting bagi perusahaan karena berkaitan langsung dengan kebijakan investasi. Ozkan dan Ozkan (2004) mengemukakan bahwa perusahaan dengan ketidakpastian atau volatilitas arus kas dapat mengalami kekurangan kas (*cash shortfall*) di masa depan. Perusahaan akan memilih melepaskan peluang investasi daripada mengalami *cash shortfall* dengan mengubah waktu diskresi investasi tersebut. Perusahaan yang mengalami *cash shortfall* yang tinggi pada pasar modal yang tidak sempurna akan semakin tinggi biaya memperoleh modal dari sumber eksternal.

Penelitian ini menggunakan besaran perusahaan, *leverage*, *investment opportunity set*, arus kas, dividen, *capital expenditure*, besaran dewan direksi

dan independensi dewan komisaris sebagai variabel independen. *Pecking order theory* dan *free cash flow theory* menjadi dasar untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel independen tersebut terhadap *cash holdings*. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan dari sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

1.2 Rumusan Masalah

Perbedaan hasil penelitian satu dengan penelitian lainnya menunjukkan bahwa masih terdapat hasil yang tidak konsisten terkait keputusan *cash holdings* perusahaan. Hasil penelitian Opler et al. (1999) menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai peluang pertumbuhan yang tinggi, aktivitas yang berisiko dan perusahaan kecil menahan kas lebih tinggi. Perusahaan yang mempunyai akses yang mudah ke pasar modal seperti perusahaan besar dan perusahaan dengan rating kredit yang baik akan menahan kas lebih sedikit. Hasil tersebut konsisten dengan pendapat bahwa perusahaan menahan kas untuk memastikan mereka tetap dapat berinvestasi ketika arus kas rendah, relatif terhadap investasi dan ketika biaya pendanaan eksternal mahal. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan *static trade off theory* dan pendapat bahwa perusahaan menahan kas bila ada kesempatan untuk melakukannya dan motif yang paling mendukung perusahaan menahan kas dalam jumlah yang besar adalah motif berjaga-jaga.

Hasil penelitian oleh Ferreira dan Vilela (2004) menunjukkan adanya pengaruh positif antara *investment opportunity set* terhadap *cash holdings* serta pengaruh negatif antara aset lancar pengganti kas, leverage, utang bank

dan tingkat perkembangan pasar modal terhadap *cash holdings*. Secara keseluruhan *trade off theory* dan *pecking order theory* memberikan peran penting dalam menjelaskan pengaruh faktor–faktor yang menentukan keputusan *cash holdings*.

Penelitian dari Wasiuzzaman (2014) menunjukkan terdapat pengaruh positif antara arus kas, peluang pertumbuhan dan pembayaran dividen terhadap *cash holdings*. Selain itu, ditemukan pengaruh negatif antara *leverage*, modal kerja bersih, *capital expenditure* dan *R&D expenditure* terhadap *cash holdings*. Hasil penelitian ini sebagian besar konsisten dengan *pecking order theory* yang artinya perusahaan mengandalkan sumber dana internal (kas dan setara kas) untuk membiayai investasi maupun kebutuhan perusahaan di masa depan. Keputusan menahan kas didasari oleh motif berjaga–jaga. Berdasarkan fenomena dan *research gap* tersebut maka pertanyaan yang dirumuskan pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah terdapat pengaruh positif antara besaran perusahaan terhadap *cash holdings* ?
2. Apakah terdapat pengaruh negatif antara *leverage* terhadap *cash holdings*?
3. Apakah terdapat pengaruh positif antara *investment opportunity set* terhadap *cash holdings* ?
4. Apakah terdapat pengaruh positif antara arus kas terhadap *cash holdings* ?
5. Apakah terdapat pengaruh positif dan negatif antara *dividen* terhadap *cash holdings* ?

6. Apakah terdapat pengaruh negatif antara *capital expenditure* terhadap *cash holdings* ?
7. Apakah terdapat pengaruh positif antara besaran dewan direksi terhadap *cash holdings* ?
8. Apakah terdapat pengaruh negatif antara independensi dewan komisaris terhadap *cash holdings* ?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis dan memperoleh bukti empiris tentang :

- 1) Pengaruh positif besaran perusahaan terhadap *cash holdings*.
- 2) Pengaruh negatif *leverage* terhadap *cash holdings*.
- 3) Pengaruh positif *investment opportunity set* terhadap *cash holdings*.
- 4) Pengaruh positif arus kas terhadap *cash holdings*.
- 5) Pengaruh positif dan negatif *dividen* terhadap *cash holdings*.
- 6) Pengaruh negatif *capital expenditure* terhadap *cash holdings*.
- 7) Pengaruh positif besaran dewan direksi terhadap *cash holdings*.
- 8) Pengaruh negatif independensi dewan komisaris terhadap *cash holdings*.

1.4 Kegunaan Penelitian

Adapun kegunaan penelitian ini adalah sebagai berikut :

- 1) Bagi Manajer

Penelitian ini memberikan gambaran kepada manajer mengenai pentingnya keputusan *cash holdings* bagi perusahaan. *Cash holdings*

dapat membantu manajer dalam mempertimbangkan penggunaan sumber dana untuk membiayai investasi perusahaan serta mengatur tingkat utang. Manajer dapat meningkatkan *cash holdings* untuk mengantisipasi kekurangan kas dalam membiayai kegiatan investasi. Berdasarkan *pecking order theory*, kas tersebut dapat digunakan sebagai penyangga antara laba ditahan dan kebutuhan investasi. Untuk mengatur tingkat utang, manajer dapat menggunakan *cash holdings* untuk melunasi utang beserta bunganya. Sebaliknya utang dapat digunakan sebagai pengganti kas ketika sumber dana internal telah habis digunakan untuk memenuhi kebutuhan investasi. Pada perusahaan yang membayar dividen secara rutin, *cash holdings* dapat menjadi alternatif bagi manajer untuk mendukung pembayaran dividen daripada memotong pembayaran dividen tersebut.

2) Bagi Akademis

Penelitian ini memberikan informasi berupa analisis dan bukti empiris mengenai faktor – faktor yang menentukan keputusan *cash holdings* perusahaan. Penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pustaka dalam mengembangkan ilmu pengetahuan terutama di bidang akuntansi. Penelitian ini juga dapat digunakan sebagai kajian teoritis maupun referensi untuk memperluas penelitian tentang *cash holdings* di masa yang akan mendatang.

3) Bagi Pemegang Saham

Penelitian ini dapat memberikan gambaran atau informasi kepada pemegang saham terkait kondisi keuangan dan kebijakan investasi perusahaan. Pemegang saham dapat mengetahui kecenderungan perusahaan dalam memilih sumber dana internal atau eksternal untuk membiayai kebutuhan investasi. Pemegang saham dapat mengetahui bahwa *cash holdings* dapat membantu fleksibilitas keuangan perusahaan sehingga pilihan-pilihan investasi yang menguntungkan dapat terpenuhi. Hal tersebut dapat mengurangi masalah informasi asimetris antara manajemen dan pemegang saham. Penelitian ini juga dapat membantu pemegang saham mengawasi tindakan *entrenched management* yang mengumpulkan kas terlalu banyak untuk mencapai keuntungannya sendiri. Pemegang saham dapat memastikan bahwa manajemen tidak menyalahgunakan *cash holdings* untuk membiayai investasi-investasi yang merugikan, sehingga hak-hak pemegang saham tetap terjamin. Pemegang saham dapat bekerja sama dengan kreditur untuk mengendalikan dan mengawasi tindakan manajemen terkait kebijakan utang perusahaan melalui *cash holdings*. Kreditur yang bekerja sama dengan pemegang saham dapat memperketat syarat pinjaman terutama ketika biaya pendanaan eksternal mahal sehingga manajer beralih meningkatkan jumlah sumber pendanaan internal seperti melakukan *cash holdings*. Jumlah utang yang terlalu banyak dapat menyebabkan perusahaan mengalami kekurangan kas, sesuai

dengan *pecking order theory* utang yang meningkat akan menurunkan kepemilikan kas perusahaan. Sebaliknya, kreditur dapat melonggarkan atau mempermudah akses pinjaman sehingga manajer akan memilih berutang daripada menahan kas terlalu banyak. Menahan kas yang terlalu banyak tidak memberikan return yang besar bagi perusahaan dan merugikan bagi pemegang saham.

4) Bagi Pemerintah

Penelitian ini memberikan informasi yang dapat membantu dan mendukung pemerintah terutama Otoritas Jasa Keuangan (OJK) untuk memajukan kondisi perekonomian, pasar modal dan menjamin setiap hak maupun kewajiban para pelaku bisnis. Adanya tindakan *entrenched management* yang meyalahgunakan *cash holdings* dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam membuat dan memperbaiki peraturan-peraturan di lingkungan pasar modal. Pembuatan maupun perbaikan peraturan-peraturan tersebut ditujukan untuk melindungi dan menjamin hak-hak pemegang saham dan investor, sehingga tidak ada pihak yang dirugikan.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan ini di buat untuk mempermudah pembahasan dalam penulisan. Sistematika penulisan Skripsi terbagi menjadi lima bab. Bab 1 Pendahuluan, Bab II Tinjauan Pustaka, Bab III Metode Penelitian, Bab IV Hasil Penelitian dan Pembahasan dan Bab V Saran dan Kesimpulan. Sistematika penulisan skripsi ini adalah sebagai berikut:

Bab pertama pendahuluan, pada bab ini diuraikan mengenai latar belakang masalah dilakukannya penelitian ini. Kemudian, di bab ini juga diuraikan mengenai perumusan masalah, tujuan dan manfaat dari penelitian ini. Pada bagian akhir dari bab ini diuraikan mengenai sistematika penulisan.

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

Bab ketiga metode penelitian, pada bab ini menguraikan teknis dan alat pengujian yang digunakan dalam penelitian. Bab ini juga terdapat penjelasan mengenai variabel penelitian dan definisi operasional, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, dan metode analisis data yang digunakan.

Bab keempat hasil analisis dan pembahasan, pada bab ini diuraikan secara rinci hasil data – data yang digunakan dalam penelitian yang menggunakan analisis regresi. Bab ini akan menjelaskan permasalahan penelitian yang diteliti berdasarkan hasil regresi dan kesesuaian landasan teori.

Bab kelima saran dan kesimpulan, pada bab ini akan dibahas mengenai kesimpulan, keterbatasan penelitian yang dilakukan serta saran yang diharapkan dapat berguna bagi penelitian lebih lanjut di masa yang akan mendatang.