

PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY*, *NET WORKING CAPITAL* DAN *CASH FLOW* TERHADAP *CASH HOLDING*

(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2011-2014)

ARTIKEL



Oleh :

Rendi Gunawan

1103205/2011

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG**

2016

HALAMAN PENGESAHAN ARTIKEL

**PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY, NET WORKING CAPITAL* DAN *CASH FLOW* TERHADAP *CASH HOLDING* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BEI TAHUN 2011-2014**

Oleh :

RENDI GUNAWAN
1103205/2011

Artikel ini disusun berdasarkan skripsi untuk persyaratan wisuda periode September 2016 dan telah diperiksa/disetujui oleh kedua pembimbing

Padang, 11 Juli 2016

Disetujui Oleh:

Pembimbing I



Herlina Helmy, SE, M.Si, Ak
NIP. 19800307 200501 2 002

Pembimbing II



Halmawati SE, M.Si
NIP. 19740303200812 2 001

**PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY*, *NET WORKING CAPITAL* DAN *CASH FLOW* TERHADAP
*CASH HOLDING***

(Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI tahun 2011-2014)

RENDI GUNAWAN

Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang
Jl. Prof. Dr. Hamka Kampus Air Tawar Padang
Email: rendigunawan10@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *growth opportunity*, *net working capital* dan *cash flow* terhadap *cash holding*. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014. Sampel dipilih menggunakan metode *purposive sampling* dan diperoleh 48 perusahaan yang menjadi sampel. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *growth opportunity* dan *cash flow* tidak berpengaruh terhadap *cash holding*, sedangkan *net working capital* berpengaruh signifikan positif terhadap *cash holding*.

Berdasarkan hasil penelitian di atas, disarankan: 1) Rendahnya tingkat *Adjusted R Square* dalam *cash holding* sebesar 11.905% dalam penelitian ini menunjukkan bahwa variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini mempunyai pengaruh besar terhadap *cash holding*. 2) Penelitian berikutnya hendaknya memperpanjang rentang waktu penelitian agar dapat memperoleh hasil yang lebih baik. 3) Penelitian berikutnya menggunakan jenis industri perusahaan yang berbeda untuk dapat melihat keputusan manajer untuk menetapkan tingkat *cash holding* yang ditetapkan oleh perusahaan.

Kata kunci : *Cash Holding, Growth Opportunity, Net Working Capital, Cash Flow.*

Abstract

This study aimed to examine and discover the effect of growth opportunity, net working capital and cash flow to cash holding. The population of this study is manufactured company that listed in Indonesia Stock Exchange from 2011 to 2014. The sample selection setting by purposive sampling method and the specific criteria are as many as 48 companies. The analysis used is multiple linear regression.

The results show that: 1) Growth Opportunity has significant value $-0.2199 > 0.05$. This indicates that growth opportunity has no effect on cash holding. 2) variable net working capital has significant value $0.000 < 0.05$. This indicates that net working capital has significant positive on cash holding. 3) Cash flow has significant value $0.1855 > 0.05$. This indicates that cash flow has no effect on cash holding.

In this study suggested: For further research should expand the research by expand the independent variable, expand the research interval, and expand the sample not only manufactured companies.

Keyword : *Cash Holding, Growth Opportunity, Net Working Capital, Cash Flow.*

1. PENDAHULUAN

Kas merupakan bentuk aset yang dapat digunakan dengan segera untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Kas sebagai aset yang paling likuid, pada umumnya terdiri atas mata uang dan giro atau demand deposit (uang yang tersedia untuk memenuhi permintaan di institusi keuangan) (Kieso, et al., 2008). Keberadaan kas dalam sebuah perusahaan sangat penting karena tanpa kas akan mengakibatkan aktivitas perusahaan tidak dapat berjalan. Oleh karena itu, perusahaan harus menjaga jumlah kas agar sesuai dengan kebutuhan.

Bates et al. (2009) menyebutkan bahwa terdapat empat motif utama dari memegang kas, yaitu: motif transaksi, motif berjaga-jaga, motif pajak dan motif keagenan. Kas yang ada di perusahaan disebut dengan istilah *cash holding*. Gill dan Shah (2012) mendefinisikan *cash holding* sebagai kas di tangan atau tersedia untuk diinvestasikan pada aset fisik dan untuk dibagikan kepada investor. Dengan demikian *cash holding* dilihat sebagai kas atau setara kas yang dapat dengan mudah diubah bentuknya menjadi kas.

Kas juga menjadi sesuatu yang sangat penting pada saat terjadi resesi ekonomi. Krisis kredit yang dimulai pada akhir tahun 2007 lalu memiliki dampak yang besar dan berkelanjutan pada operasional perusahaan-perusahaan di seluruh dunia. Perusahaan dengan saldo kas yang cukup dapat lolos dari krisis dengan masuk ke pasar modal yang semakin mahal dan terbatas (Subramanyam et al., 2011). Dengan masuk ke pasar modal tersebut, perusahaan masih tetap bisa beroperasi di tengah krisis yang sedang melanda, hal yang tidak bisa dilakukan oleh perusahaan dengan saldo kas kecil karena keterbatasan dana yang mereka miliki.

Kas yang terdapat di perusahaan perlu mendapatkan perhatian dari manajer. Hal itu dikarenakan apabila perusahaan menyimpan kas terlalu sedikit maka

perusahaan akan kesulitan untuk mencukupi kebutuhan jangka pendeknya. Sehingga menyebabkan perusahaan dipandang buruk dan tidak likuid, yang akhirnya menimbulkan keraguan pihak lain pada perusahaan karena citra buruk yang ditimbulkan oleh perusahaan. Di sisi lain, menyimpan kas terlalu banyak juga akan menimbulkan kerugian bagi perusahaan karena perusahaan tidak bisa mencapai tingkat profitabilitas yang optimal, yaitu keuntungan yang seharusnya bisa diperoleh oleh perusahaan dengan memanfaatkan kas yang disimpan terlalu banyak untuk melakukan aktivitas usaha.

Kegagalan perusahaan-perusahaan dalam menghadapi financial distress telah memusatkan perhatian pada pentingnya *cash holdings*. Buruknya pengelolaan *cash holding* menjadi salah satu penyebab perusahaan sulit berkembang dan mengantisipasi biaya-biaya yang tidak terduga. Keynes (1936) menunjukkan dua manfaat utama dari *cash holding* adalah biaya transaksi yang lebih rendah dari tidak adanya kepemilikan aset yang dilikuidasi ketika menghadapi sebuah pembayaran dan sebuah nilai penyangga untuk memenuhi kontinjensi yang tidak terduga. Dengan demikian, perusahaan dapat menghindari situasi dimana perusahaan tersebut harus membuang investasi yang menguntungkan seperti memotong *dividend payment* atau melikuidasi aset-asetnya.

Pertumbuhan perusahaan atau *growth opportunity* merupakan kemampuan perusahaan untuk berkembang dimasa yang akan datang dengan memanfaatkan peluang investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan umumnya menginginkan tersedianya kas untuk memenuhi kebutuhan akan proyek-proyek investasi yang menguntungkan di masa mendatang.

Memiliki aset dalam bentuk likuid akan lebih menguntungkan untuk perusahaan

yang memiliki peluang investasi yang lebih besardaripada perusahaan yang tidak memiliki kepastian akan peluang investasi dikarenakan masalah keuangan yang dihadapinya (Denis dan Sibilkov, dalam Bigelli dan Vidal, 2012). Hubungan positif antara *growth opportunity* dengan *cash holdings* juga dapat dilihat pada penelitian yang dilakukan oleh Ozkan dan Ozkan (2004) yang menemukan bahwa *growth opportunity* berpengaruh secara signifikan terhadap *cash holdings*.

Berbanding terbalik dengan hasil penelitian diatas, Opler et al. dalam Subramaniam et al. (2011-760) menemukan bahwa perusahaan yang memegang kas dalam jumlah kecil umumnya adalah perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang bagus karena mereka perlu memenuhi kebutuhan investasi pada saat diperlukan. Dapat disimpulkan pada penelitian yang dilakukan Opler et al dikatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *growth opportunity* dan *cash holdings*. Perbedaan hasil penelitian mengenai hubungan antara *growth opportunity* dan *cash holdings* juga menjadi salah satu alasan penulis untuk menjadikan *growth opportunity* sebagai salah satu variabel penelitian yang berhubungan dengan *cash holdings*.

Modal kerja bersih atau *net working capital* merupakan sebuah proksi dari investasi pada aset lancar yang dapat dipakai sebagai substitusi kas perusahaan (Opler et al. dlm Bigelli dan Vidal, 2012). Hal ini dikarenakan modal kerja dapat diubah dengan mudah ke dalam bentuk kas saat perusahaan membutuhkannya. Sebagai contoh, akun piutang dapat dengan mudah dicairkan melalui proses sekuritisasi, hutang bank juga dapat dengan mudah diubah menjadi kas. Oleh karena sifatnya sebagai substitusi atau pengganti dari kas itu sendiri, maka semakin besar *net working capital* yang dimiliki perusahaan maka semakin kecil saldo kas yang dimilikinya.

Net working capital pada dasarnya adalah sebagai pengganti uang tunai. Karena pada saat dibutuhkan, mereka dengan cepat dapat dilikuidasi untuk pendanaan. Akibatnya, perusahaan dengan *net working capital* yang tinggi akan cenderung memegang kas dalam jumlah yang sedikit. Argumen ini telah dibuktikan oleh penelitian Afza dan Adnan (2007) di Pakistan, Meggison dan Wei (2010) di Cina dan Alam et al. (2011) di Pakistan. Berdasarkan argumen tersebut, penelitian ini didasari pada keyakinan bahwa ada hubungan negatif antara *net working capital* dengan penentuan kebijakan cash holding perusahaan sesuai dengan Trade Off Theory. Menurut teori ini, menilai cash holding yang optimal yaitu dengan mempertimbangkan biaya yang ditimbulkan dari memegang kas tersebut dengan manfaat yang akan didapatkan perusahaan.

Faktor ketiga yang menjadi variabel Independen dalam penelitian ini adalah aliran kas atau cash flow. Aliran kas atau cash flow merupakan jumlah kas yang keluar masuk perusahaan yang digunakan oleh perusahaan itu sendiri untuk memenuhi kegiatan operasionalnya. Besar kecilnya kas yang ada diperusahaan juga tergantung kepada seberapa besar aliran kas (cash flow). Pengaruh tersebut juga dapat dilihat pada saat perusahaan menghasilkan cash flow berlimpah, pada saat itu perusahaan semakin tidak tergantung kepada pihak eksternal. Cash flow yang berlimpah biasanya digunakan untuk membiayai proyek baru yang menguntungkan, membayar hutang-hutang, atau membayar dividen para pemegang saham. Melalui alasan ini dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan cash flow yang besar juga cenderung memegang kas yang lebih banyak. Sehingga dapat dikatakan tingginya cash flow juga berdampak pada meningkatnya cash holding perusahaan. Tetapi berdasarkan pada Teori Trade Off, cash flow dianggap memiliki hubungan yang

negatif karena dianggap bisa menggantikan kas tunai perusahaan (Saddour, 2006)

Oleh sebab itu, penentuan tingkat cash holding perusahaan merupakan salah satu keputusan keuangan penting yang harus dibuat oleh seorang manajer (Ginglinger dan Saddour, 2006). Karena ketika terdapat aliran kas masuk, seorang manajer dapat memutuskan untuk membagikannya kepada para pemegang saham sebagai dividen atau melakukan pembelian kembali saham, menginvestasikannya, atau mungkin menyimpannya untuk memenuhi kebutuhan perusahaan di masa yang akan datang.

Penentuan berapa tingkat *cash holding* yang optimal bukanlah perkara mudah. Karena menurut *pecking order theory* dikatakan bahwa tidak ada tingkat cash holding yang optimal bagi perusahaan tetapi kas memiliki peran sebagai penyangga antara laba ditahan dan kebutuhan investasi.

Fenomena yang pernah terjadi di Indonesia adalah masih adanya perusahaan yang salah dalam melakukan penghitungan tingkat *cash holding*. Kesalahan penghitungan ini membuat perusahaan salah dalam mengambil kebijakan dalam memenuhi kebutuhan pendanaan operasional perusahaan sehingga mengganggu likuiditas perusahaan. Dapat dilihat pada kasus PT Bakrieland Development Tbk. Perusahaan tersebut digugat pailit oleh Bank of New York Mellon cabang London pada tahun 2013 lalu. Gugatan ini terkait dengan anak usaha perseroan, BLD Investment Pte Ltd, yang memiliki utang sebanyak Rp 1,55 triliun (Purnomo dalam detik.com). Dari masalah likuiditas yang terjadi pada PT Bakrieland Development Tbk. dapat dijadikan sebagai pelajaran untuk perusahaan-perusahaan lainnya dalam memenuhi kebutuhan likuiditasnya. Perusahaan harus dapat memperkirakan tingkat *cash holding* yang tepat supaya kebutuhan dana operasional

perusahaan dapat terpenuhi tanpa mengganggu likuiditas perusahaan.

Perusahaan harus menentukan berapa jumlah kas yang harus dimilikinya agar tidak terjadi kekurangan atau kelebihan kas, oleh karenanya banyak penelitian yang bertujuan untuk mengungkapkan faktor apa saja yang berpengaruh terhadap *cash holding* suatu perusahaan. Salah satunya dilakukan oleh Islam (2012), yang meneliti tentang faktor yang menentukan *cash holding* di perusahaan Bangladesh. Penelitian yang dilakukannya bertujuan untuk mencari variabel apa yang berperan utama untuk menentukan faktor yang mempengaruhi pengambilan keputusan *cash holding* di perusahaan.

Penelitian mengenai *cash holding* juga sudah banyak dilakukan sebelumnya. Satu diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Sara Anjum dan Qaisar Ali Malik (2013) yang melakukan penelitian tentang faktor yang mempengaruhi *cash holding* pada perusahaan non-keuangan di Paskitan. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara *networking capital* terhadap *cash holding* dan mengatakan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *growth opportunity (sales growth)* terhadap *cash holding* perusahaan non-keuangan di negara tersebut.

Berbeda dengan hasil penelitian diatas, penelitian yang dilakukan oleh Rebecca Theresia Jinkar (2013) menemukan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan terjadi antara *growth opportunity* dan *net working capital* dengan *cash holding*. *Cash flow* memiliki hubungan positif dan tidak signifikan dengan *cash holding*.

Jinkar (2013) juga melakukan penelitian tentang faktor yang mempengaruhi *cash holding*. Hasil yang didapatkan menunjukkan adanya hubungan positif antara *net working capital* dan *cash holding*. Hasil penelitian

ini bertolak belakang dengan yang dilakukan oleh D'Mello et al. (2005), Daher (2010), dan Ogundipe et al. (2012) yang menemukan adanya hubungan negatif antara *net working capital* dan *cash holding*.

Berdasarkan fenomena yang pernah terjadi dan hasil yang berbeda pada penelitian terdahulu yang telah diuraikan di atas, maka peneliti ingin melakukan sebuah penelitian dengan judul : **"Pengaruh *Growth Opportunity*, *Net Working Capital* dan *Cash Flow* Terhadap *Cash Holding*" (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufacturing Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2014)"**.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Sejauh mana pengaruh *growth opportunity* terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur di Indonesia?
2. Sejauh mana pengaruh *net working capital* terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur di Indonesia?
3. Sejauh mana pengaruh *cash flow* terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur di Indonesia?

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk:

1. Seberapa besar pengaruh *growth opportunity* terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur di Indonesia
2. Seberapa besar pengaruh *net working capital* terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur di Indonesia
3. Seberapa besar pengaruh *cash flow* terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur di Indonesia

2. TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Trade Off Theory

Pada pasar modal yang sempurna, tidak akan ada biaya transaksi dalam meningkatkan jumlah kas dan memegang aset lancar tidak akan berpengaruh pada nilai perusahaan. Namun pada kenyataannya pasar modal jauh kata sempurna dan terdapat biaya transaksi yang tidak relevan (Bigelli dan Vidal, 2009). Oleh karena itulah perusahaan harus berhati-hati dalam menentukan tingkat *cash holding* yang optimal.

Berdasarkan teori ini, menilai *cash holding* yang optimal yaitu dengan mempertimbangkan biaya yang ditimbulkan dari memegang kas tersebut dengan manfaat yang akan didapatkan perusahaan. Menurut Ferreira dan Vilela (2004), manfaat utama yang bisa didapatkan perusahaan dengan memegang kas di antaranya mengurangi kemungkinan terjadinya financial distress, memungkinkan terpenuhinya kebijakan investasi meskipun adanya kendala keuangan, dan meminimalkan biaya atas adanya pendanaan eksternal atau terjadinya likuidasi aset.

Sementara itu, biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memegang kas adalah opportunity cost dari modal yang diinvestasikan pada aset lancardengan return yang kecil. Opler (1999) menyatakan bahwa manajemen yang ingin memaksimalkan kesejahteraan para pemegang sahamnya harus mengatur *cash holding* perusahaan pada tingkat dimana manfaat memegang kas setara atau bahkan melebihi biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memegang kas tersebut.

Pecking Order Theory

Berlawanan dengan *trade-off theory*, *pecking order theory* menganggap bahwa tidak ada tingkat *cash holding* yang optimal tetapi kas memiliki peran sebagai penyangga antara laba ditahan dan kebutuhan investasi. Kas akan tersedia ketika profit yang dihasilkan perusahaan melebihi kebutuhan investasinya. Ketika

kas tersedia dalam jumlah yang berlebih dan perusahaan yakin akan profitabilitas investasi mereka, maka kelebihan kas akan dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen (Myers dan Majluf, 1984).

Menurut *pecking order theory*, biaya pembiayaan yang meningkat dapat memicu adanya informasi asimetrik, dimana manajemen memiliki informasi yang lebih banyak tentang prospek investasi, risiko, dan nilai perusahaan daripada pemodal publik dengan begitu manajemen bisa menentukan sumber pembiayaan yang lebih murah. Sumber-sumber pembiayaan perusahaan berasal dari tiga sumber, yaitu pembiayaan internal, menerbitkan hutang, dan menerbitkan ekuitas baru. Perusahaan memprioritaskan untuk menggunakan pembiayaan internal (laba yang ditahan) sebagai pilihan yang pertama.

Cash Holding

Cash adalah salah satu bagian dari banyak aset yang dewasa ini paling likuid dan paling mudah berpindah tangan dalam transaksi. Karena sifatnya yang likuid tersebut, membuat kas memiliki tingkat keuntungan yang paling rendah dibandingkan apabila kas tersebut diinvestasikan dalam bentuk aset lain yang lebih menguntungkan, seperti misalnya deposito berjangka, membeli obligasi perusahaan lain, dan sebagainya.

Cash terdiri atas koin, uang kertas, cek, *money order* (wesel atau kiriman uang melalui pos yang lazim berbentuk draft bank atau cek bank), dan uang tunai ditangan atau simpanan di bank atau semacam deposito. Aturan yang berlaku umum di bank adalah jika bank menerima untuk disimpan di bank, maka itulah kas.

Menurut Retno Prasetyorini dalam Hussen (2013) kas adalah pembayaran yang siap dan bebas digunakan untuk kegiatan umum perusahaan. Kas dapat berupa uang tunai atau deposito di Bank untuk segera dan diterima sebagai alat pembayaran sesuai dengan jumlahnya.

Ketersediaan jumlah kas yang optimal bagi perusahaan dapat mempengaruhi keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan tersebut. Apabila jumlah kas tersebut terlalu banyak, akan berdampak pada profit yang bisa didapatkan perusahaan atas setiap peluang investasi yang terlewatkan. Namun apabila jumlah terlalu sedikit juga akan berpengaruh pada likuiditas perusahaan. dengan tersedianya kas dalam jumlah yang cukup, perusahaan tidak harus mengorbankan kesempatan investasi yang dimilikinya untuk mempertahankan likuiditasnya.

Cash holding didefinisikan sebagai kas yang ada di tangan atau tersedia untuk diinvestasikan dalam bentuk aset fisik dan untuk dibagikan ke investor (Gill dan Shah, 2012). Manajer keuangan lah yang berperan dalam menentukan tingkat *cash holding* perusahaan yang optimal.

Cash holding atau kepemilikannya dapat digunakan untuk transaksi seperti untuk pembayaran gaji atau upah, pembelian aktiva tetap, membayar utang, membayar dividend dan transaksi lain yang diperlukan perusahaan. Kas adalah sebuah aset yang tidak dapat menghasilkan sebuah "keuntungan", maksudnya tidak sanggup untuk keuntungan langsung dalam operasional perusahaan. Oleh karena itu, upaya-upaya perlu pemanfaatan manajemen kas yang efektif dan efisiensi kas yang optimal (Harjito dan Martono, 2005).

Growth Opportunity

Growth Opportunity merupakan kemampuan perusahaan untuk berkembang dimasa depan dengan memanfaatkan peluang investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Indikator pertumbuhan itu sendiri sebagaimana dikemukakan Gaver dan Kenneth (1993) yang menyatakan bahwa opsi investasi masa depan dapat ditunjukkan atas kemampuan perusahaan untuk mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam

satu lingkungan industrinya. Selain itu opsi investasi masa depan juga ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangannya. Hal ini membuat perusahaan dituntut untuk melihat hasil riset yang dilakukan untuk mencari peluang terhadap perusahaan yang nantinya akan menambah nilai perusahaan. Perusahaan juga dituntut menggunakan kebijakan-kebijakan yang tepat dalam mencari peluang agar perusahaan berhati-hati dalam menganalisis lingkungannya sehingga dapat menghindari ancaman dan mengambil manfaat dari peluang.

Growth Opportunity adalah kesempatan pertumbuhan perusahaan merupakan harapan dari pihak internal maupun pihak eksternal perusahaan, pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat memberikan sinyal positif adanya kesempatan untuk berinvestasi. Kesempatan pertumbuhan ini dapat mempengaruhi kebijakan deviden, karena dana yang ada digunakan untuk mendanai proyek investasi.

Pertumbuhan suatu perusahaan dapat dilihat dari kesempatan bertumbuh (*growth opportunity*). Perusahaan untuk tumbuh dan berkembang membutuhkan kesempatan dan peluang. Selain *growth opportunity* perusahaan juga membutuhkan aliran dana dimana terdapat tantangan bagi manajer untuk menyeimbangkan pendapatan dan penggunaan utang yang tidak diperlukan perusahaan. Semakin tinggi kesempatan bertumbuh suatu perusahaan maka akan semakin besar kebutuhan dana yang dibutuhkan. Perusahaan dengan tingkat *growth opportunity* yang tinggi maka akan lebih banyak membutuhkan dana di masa depan, terutama dana eksternal untuk memenuhi kebutuhan investasinya atau untuk memenuhi kebutuhan untuk membiayai pertumbuhannya (Indrajaya, Herlina dan Setiadi, 2011).

Pengukuran variabel *growth opportunity* atau pertumbuhan perusahaan ini mengacu pada peneliti-peneliti sebelumnya yang telah menggunakan

ukuran ini, seperti Nugroho (2006), Indrajaya, dkk (2011) dan Utami (2009) yaitu dengan menggunakan hasil bagi antara selisih nilai total asset tahun ke-t dan total asset tahun ke-t-1 dibagi dengan total asset ke-t-1 (Nugroho, 2006 dalam Hasni Yusrianti, 2013).

Net Working Capital

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

Sedangkan Lukman Syamsudin (2002:202) mendefinisikan *net working capital* sebagai selisih antara aktiva lancar dengan utang lancar. Selama aktiva lancar melebihi utang lancar, maka berarti perusahaan memiliki *net working capital* tertentu, dimana jumlah ini sangat ditentukan oleh jenis usaha dari masing-masing perusahaan.

Net working capital mampu berperan sebagai substitusi terhadap *cash holding* suatu perusahaan (Opler *et al.* dalam Bigelli dan Vidal, 2012). Hal ini dikarenakan kemudahan dalam mengubahnya kedalam bentuk kas saat perusahaan memerlukannya. Contohnya ketika piutang dapat dicairkan dengan mudah melalui proses sekuritisasi, selain itu hutang bank juga bisa dengan mudah diubah menjadi kas. Pernyataan Opler *et al.* juga sejalan dengan penemuan Bigelli dan Vidal (2012) yang menggambarkan hubungan antar *net working capital* dengan *cash holdings*, penelitian ini menemukan bahwa *net working capital* bisa berperan sebagai substitusi kas yang baik. Kim *et al.* (2011) menemukan bahwa

perusahaan yang memiliki *net working capital* yang besar umumnya memegang kas dalam jumlah yang sedikit.

Ferreira dan Vilela (2004) menyatakan bahwa modal kerja bersih pada dasarnya merupakan pengganti uang tunai. Karena pada saat dibutuhkan, mereka dapat dengan cepat dilikuidasi untuk pendanaan. Akibatnya, perusahaan dengan modal kerja bersih yang banyak cenderung memegang kas dalam jumlah yang sedikit.

Ozkan dan Ozkan (2004) berargumen bahwa biaya untuk mengkonversi aset lancar non-kas menjadi kas lebih murah dibandingkan dengan aset-aset lainnya. Perusahaan dengan aset lancar yang cukup mungkin tidak harus menggunakan pasar modal untuk mendapatkan dana ketika mereka mengalami kekurangan kas. Dengan begitu, perusahaan dengan *net working capital* yang tinggi akan memiliki *cash holding* yang rendah.

Cash Flow

Laporan arus kas (*cash flow statement*) adalah laporan keuangan yang memperlihatkan pengaruh dari aktivitas-aktivitas operasi, pendanaan, dan investasi perusahaan terhadap arus kas selama periode akuntansi tertentu dalam suatu cara yang merekonsiliasi saldo awal dan akhir kas. Dalam penelitian ini *cash flow* diukur dengan aktivitas kegiatan operasi

Menurut Brigham dan Houston (2001), *cash flow* merupakan arus kas masuk operasi dengan pengeluaran yang dibutuhkan untuk mempertahankan arus kas operasi di masa mendatang. Apabila arus kas masuk lebih besar dari arus kas keluar, hal ini menunjukkan arus kas bersih positif dan sebaliknya, apabila arus kas masuk lebih kecil dari arus kas keluar, maka terjadi arus kas bersih negatif. Arus kas bersih positif menyebabkan naiknya jumlah kas yang dimiliki perusahaan, dan sebaliknya, arus kas bersih negatif menyebabkan turunnya jumlah kas perusahaan.

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

Cash flow didefinisikan oleh Dichu Bao, Kam C.Chan, dan Weining Zhang (2012) sebagai arus kas masuk yang diperoleh oleh perusahaan selama satu tahun operasi. Dengan perhitungan laba sebelum *extraordinary items* ditambah dengan depresi atau penyusutan, hasil inilah yang dimaksud dengan arus kas masuk perusahaan. Semakin meningkat *cash flow* perusahaan maka semakin meningkat pula *cash holding* perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori yang dinyatakan oleh Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston dalam Buku Manajemen Keuangan yang menyatakan bahwa pelaporan kas atau posisi kas dalam neraca dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya adalah *cash flow*, atau arus kas.

Tujuan laporan arus kas adalah memberikan informasi historis tentang perubahan kas dan setara kas suatu perusahaan pada periode tertentu melalui tiga aktivitas utama suatu entitas bisnis yakni aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan (*financing*).

Arus kas dari aktivitas operasi mengandung pengertian bahwa arus kas yang dihasilkan dan dikeluarkan oleh perusahaan adalah bersumber dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan

(*principal revenue-producing activities*) dan aktivitas yang lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan pendanaan (IAI, 2012).

Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya mengenai kualitas laba adalah:

- a. Ferreira dan Vilela (2004) meneliti faktor yang berpengaruh terhadap *cash holding* dengan mengambil sampel dari perusahaan perdagangan publik di negara EMU. Dari hasil penelitian ini didapatkan bukti bahwa *cashholding* perusahaan dipengaruhi secara positif oleh *investment opportunity set*, *cash flow* dan dipengaruhi secara negatif oleh *liquid asset substitutes*, *leverage*, *size*, dan *bank debt*.
- b. D'Mello *et al.* (2005) menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *cash holding* dengan *asset size*, *net working capital*, dan *leverage*. Hubungan positif terjadi antara *sales growth* dan *research and development expenditures* dengan *cash holding*.
- c. Afza dan Adnan (2007) juga meneliti mengenai faktor yang berpengaruh pada tingkat *cash holding*. Menggunakan *a pooled time series regression* di dapatkan hasil yang menunjukkan bahwa *firm size*, *cash flow*, dan *cash flow uncertainty* berpengaruh positif signifikan terhadap *cash holding*. Hubungan negatif signifikan juga terjadi antara *investment opportunities*, *liquid asset substitutes*, *leverage*, dan *dividend payments* terhadap *cash holding* perusahaan.
- d. Bigelli dan Vidal (2009) melakukan penelitian tentang *cash holding*, diitemukan adanya hubungan positif signifikan antara *cash holding* dengan *cash flow*, *growth opportunity*, *cash conversion cycle*, *financing deficit*, dan *dividend payment*. Sedangkan *effective tax rate* dan *firm size* berhubungan negatif dengan *cash holding*.
- e. Daher (2010) meneliti *cash holding* pada perusahaan pribadi dan publik di UK antara tahun 1985-2005. Hasil yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara *cash holding* dengan *firm size*, *cash flows*, *net working capital*, *capital expenditures*, dan *leverage*. Pada variabel *investment opportunities* ditemukan bahwa tidak ada hubungannya dengan *cash holding*. Hasil juga menunjukkan untuk variabel *company's status*, perusahaan publik memegang lebih banyak kas daripada perusahaan pribadi.
- f. Kim *et al.* (2011) meneliti faktor yang mempengaruhi *cash holding* pada industri restoran, ditemukan bahwa *cash holding* perusahaan dipengaruhi secara positif oleh *investment opportunities* dan dipengaruhi secara negatif oleh *firm size*, *liquid asset substitutes*, *capital expenditures*, dan *dividend payout*. Selain itu juga ditemukan adanya hubungan negatif yang tidak signifikan antara *leverage* dengan *cash holding* dan hubungan positif yang tidak signifikan antara *cash flow* dengan *cash holding*.
- g. Gill dan Shah (2012) melakukan sebuah penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *cash holding* perusahaan dengan menggunakan beberapa variable. Dengan menggunakan analisis regresi *The Ordinary Least Square* (OLS), hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa pada perusahaan manufaktur, MTB, NWC, dan *board size* berpengaruh

positif dan signifikan terhadap *cash holding* sedangkan *firm size* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holding*.

- h. Ogundipe *et al.* (2012) melakukan penelitian mengenai *cash holding* pada perusahaan-perusahaan non keuangan di Nigeria dengan periode penelitian dari tahun 1995-2009. Dalam penelitian tersebut digunakan beberapa variabel independen, di antaranya *growth opportunity*, *firm size*, *cash flows*, *net working capital*, *leverage*, *ROA*, *inventories*, *account payable*, *account receivable*, *financial distress*, dan *bank relationship*. Menggunakan *dynamic panel General Method of Moments* (GMM), didapatkan hasil bahwa terjadi hubungan negatif signifikan antara *cash holding* dengan *firm size*, *net working capital*, *return on asset*, dan *bank relationship*. Hubungan positif juga terjadi antara *cash holding* dengan *growth opportunities*, *leverage*, *inventories*, *account receivable*, dan *financial distress*. Selain itu, juga terdapat hubungan tidak signifikan antara *cash flow* dengan *cash holding*.
- i. Jinkar (2013) melakukan penelitian faktor penentu kebijakan *cash holding* di Indonesia menggunakan sampel perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2011. Dengan menggunakan metode *fixed effect model* (FEM), hasil dari penelitian ini menunjukkan adanya hubungan positif signifikan antara *growth opportunity*, *net working capital*, *dividend payment* dengan *cash holding*. Terdapat juga hubungan positif yang tidak signifikan terjadi antara *size*, *cash flow* dengan *cash holding*. Hubungan negatif signifikan terlihat antara *leverage*

dengan *cash holding*. Sedangkan untuk variabel *capital expenditure* mempunyai hubungan negatif yang tidak signifikan dengan *cash holding*.

Hubungan Antar Variabel

1. Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Cash Holding*

Pecking Order Theory mengungkapkan bahwa perusahaan dengan *growth options* yang lebih banyak biasanya memiliki *informational disadvantage* yang berakibat pembiayaan eksternal menjadi lebih mahal. Oleh karena itu perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi menggunakan aset likuid (seperti kas) sebagai polis asuransi untuk mengurangi kemungkinan munculnya *financial distress* dan agar mampu mengambil investasi yang baik terlebih dahulu saat pembiayaan eksternal mahal.

Hubungan positif antara *growth opportunity* dengan *cash holdings* dapat ditunjukkan melalui penelitian yang dilakukan oleh Opler *et al.* (1999) yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang besar memegang kas dalam jumlah yang besar. Hasil penelitian yang sama juga dapat dilihat pada penelitian yang dilakukan oleh Ozkan dan Ozkan (2004) yang menemukan bahwa variabel *growth opportunity* berpengaruh secara signifikan terhadap *cash holdings*.

2. Pengaruh *Net Working Capital* terhadap *Cash Holding*

Menurut Ogundipe *et al.* (2012), modal kerja bersih dipakai sebagai proksi dari investasi pada aset lancar yang dapat dipakai sebagai pengganti kas. Ketika dibutuhkan, modal kerja bersih dapat dilikuidasi dengan cepat untuk menutupi kekurangan kas yang dibutuhkan perusahaan (Ferreira dan Vilela, 2004). Sebagai contoh, akun piutang dapat

dengan mudah dicairkan melalui proses sekuritisasi, atau hutang bank yang juga bisa dengan mudah diubah menjadi kas.

Proksi yang digunakan untuk mengukur nilai *net working capital* adalah dengan mencari selisih antara aktiva lancar dengan utang lancar, kemudian membandingkannya dengan total aset perusahaan secara keseluruhan. Ketika hasil *net working capital* memiliki nilai negatif atau yang biasa disebut dengan istilah defisit modal kerja, maka perusahaan dapat dikatakan tengah mengalami kesulitan likuiditas. Umumnya perusahaan yang *net working capital*-nya negatif akan membuat cadangan kas. Pernyataan ini telah dibuktikan oleh hasil penelitian Afza dan Adnan (2007), Megginson dan Wei (2010), Alam *et al.* (2011) dan Ogundipe *et al.* (2012) yang menemukan hasil bahwa ada hubungan negatif antara *net working capital* dengan kebijakan *cash holding* perusahaan sesuai dengan *Trade Off Theory*.

3. Pengaruh *Cash Flow* terhadap *Cash Holding*

Menurut Opler *et al.* (1999) perusahaan yang mengalami peningkatan *cash flow* cenderung untuk menahan pendapatan mereka, mengumpulkan kas yang nantinya dapat mereka gunakan untuk mendanai investasi atau dimanfaatkan ketika terjadi *financial distress*. Perusahaan yang memiliki *cash flow* tinggi akan memegang kas dalam jumlah yang besar sebagai akibat dari kecenderungan mereka untuk mendahulukan pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal (Ozkan dan Ozkan, 2004). Selain itu untuk meningkatkan penjualan dan laba perusahaan perlu menyimpan kas cadangan dengan memastikan bahwa pergerakan kas akan menciptakan arus kas yang positif secara keseluruhan (Gill dan Shah, 2012).

Jumlah kas yang dimiliki perusahaan bergantung pada tingkat arus kas yang

dimilikinya. Jika arus kas masuk lebih besar dari arus kas keluar, maka arus kas bersih yang dimiliki perusahaan adalah positif. Arus kas bersih yang positif menyebabkan meningkatnya jumlah kas yang tersedia di perusahaan. Sedangkan jika arus kas masuk lebih kecil daripada arus kas keluar, maka arus kas bersih yang dimiliki perusahaan adalah negatif yang menyebabkan jumlah kas yang tersedia di perusahaan menjadi berkurang.

Kerangka Konseptual

Penentuan tingkat *cash holding* yang optimal sangat perlu untuk dilakukan karena kas merupakan elemen modal kerja yang paling diperlukan perusahaan untuk memenuhi kegiatan operasional perusahaan sehari – hari. Menahan kas terlalu besarkan menimbulkan risiko seperti turunnya nilai tukar uang tersebut baik terhadap barang, jasa, maupun valuta asing.

Memiliki aset dalam bentuk likuid akan lebih menguntungkan untuk perusahaan yang memiliki peluang investasi yang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki ketidakpastian peluang investasi dikarenakan masalah keuangan yang dihadapinya (Denis dan Sibilkov, dalam Bigelli dan Vidal, 2012). Perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang besar memegang kas dalam jumlah yang besar (Opler *et al.* 1999).

Net working capital mampu berperan sebagai substitusi terhadap *cash holding* perusahaan. Hal ini dikarenakan kemudahan dalam mengubahnya kedalam bentuk kas saat perusahaan memerlukannya (Opler *et al.* dalam Bigelli dan Vidal, 2012). Perusahaan yang memiliki *net working capital* yang besar umumnya memegang kas dalam jumlah yang sedikit.

Cash Flow memiliki pengaruh terhadap *cash holding* suatu perusahaan. Perusahaan dengan *cash flow* tinggi akan mengumpulkan kas dalam jumlah yang lebih besar. Kas yang dikumpulkan nantinya dapat digunakan untuk mendanai investasi atau dimanfaatkan saat perusahaan mengalami kesulitan dana untuk menutup kewajiban perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas maka dapat digambarkan kerangka konseptual seperti pada **Gambar 1. Kerangka Konseptual (lampiran).**

Hipotesis

- H1 : *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap *Cash Holding*.
 H2 : *Net Working Capital* berpengaruh negatif terhadap *Cash Holding*.
 H3 : *Cash Flow* berpengaruh positif terhadap *Cash Holding*.

3. METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah dan tujuan penelitian yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, maka penelitian ini tergolong penelitian asosiatif kausal. Penelitian Asosiatif Kausal adalah penelitian yang bertujuan untuk menganalisis hubungan antara satu variabel dengan variabel lainnya. Dimana penelitian ini bertujuan untuk melihat seberapa besar variabel bebas mempengaruhi variabel terikat. Penelitian ini berusaha menjelaskan pengaruh *growth opportunity* (X1), *net working capital* (X2), dan *cash flow* (X3) sebagai variabel independen terhadap *cash holding* yang merupakan variabel dependen (Y).

Objek Penelitian

Dalam penelitian ini yang menjadi objek penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011 sampai dengan tahun 2014

Populasi dan Sampel

1. Populasi

Populasi merupakan keseluruhan objek yang memenuhi syarat-syarat tertentu dan berkaitan dengan masalah yang diteliti. Populasi yang akan diamati dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun pengamatan yaitu dari tahun 2011 sampai tahun 2014, dengan jumlah populasi sebanyak 135 perusahaan.

2. Sampel

Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel yang didasarkan pada kriteria – kriteria tertentu. Kriteria yang akan digunakan adalah:

- a) Perusahaan yang tidak mengalami penurunan laba secara signifikan selama periode penelitian pada tahun 2011-2014.
- b) Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan tahunan secara berturut-turut selama periode penelitian pada tahun 2011-2014.
- c) Perusahaan manufaktur yang menyajikan laporan keuangan tidak lengkap dan tidak dalam rupiah.

Jenis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data sekunder. Data sekunder merupakan data yang sudah tersedia dan di publikasikan. Informasi data yang diperlukan diambil berdasarkan data laporan keuangan dan laporan-laporan lainnya yang berkaitan selama periode 2011-2014.

Sumber Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang berasal dari laporan keuangan dan laporan tahunan masing-masing perusahaan sampel setiap akhir tahun selama masa penelitian yaitu tahun 2011 sampai dengan tahun 2014. Data mengenai laporan keuangan tersebut berasal dari, situs resmi BEI, dan situs-situs lain yang diperlukan.

Teknik Pengumpulan Data

Untuk memperoleh data yang dibutuhkan dalam penelitian ini penulis menggunakan teknik observasi dokumentasi dengan melihat laporan keuangan perusahaan sampel dan yang diterbitkan oleh perusahaan sampel dari tahun 2011 sampai 2014. Mengenai variabel *Cash Holding*, *Growth Opportunity*, *Net Working Capital*, dan *Cash Flow*.

Data diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), web-web resmi perusahaan sampel, dan web-web terkait lainnya serta dengan cara mempelajari literatur yang berkaitan dengan permasalahan penelitian baik media cetak maupun elektronik.

Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Variabel Dependen (Y)

Variabel terikat yaitu variabel yang faktor keberadaannya dipengaruhi oleh variabel bebas. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah *cash holding*. *Cash holding* didefinisikan sebagai kas yang ada di tangan atau tersedia untuk diinvestasikan dalam bentuk aset fisik dan untuk dibagikan ke investor (Gill dan Shah, 2012).

$$\text{Cash Holding (Y)} = \frac{\text{Kas Setara Kas}}{\text{Total Aset}}$$

Variabel Independen (X)

Variabel bebas atau independen adalah variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel lainnya (dependen). Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah keputusan investasi, kebijakan deviden dan kepemilikan manajerial.

a. *Growth Opportunity*

Growth Opportunity merupakan suatu perpaduan antara kemungkinan akan peluang investasi di masa depan dengan memanfaatkan aset lancar yang dimiliki oleh perusahaan tersebut.

$$X1 = \frac{\text{Total Aset } t - \text{Total Aset } t - 1}{\text{Total Aset } t - 1}$$

b. *Net Working Capital*

Net working capital atau modal kerja bersih mengacu pada pengertian modal kerja menurut konsep kualitatif di mana *net working capital* diartikan sebagai bagian dari aktiva lancar yang benar-benar dapat digunakan untuk membiayai operasional perusahaan tanpa mengganggu likuiditas perusahaan (Riyanto, 2001).

$$X2 = \frac{\text{Aktiva Lancar} - \text{Hutang Lancar}}{\text{Total Asset}}$$

c. *Cash Flow*

Perusahaan dengan *cash flow* yang tinggi diperkirakan memegang kas dalam jumlah yang besar (Ogundipe *et al.*, 2012). Hal ini dikarenakan kecenderungan perusahaan untuk menggunakan sumber dana internal dibandingkan sumber dana eksternal (Ozkan dan Ozkan, 2002).

$$X3 = \frac{\text{AKBO } t - \text{AKBO } t - 1}{\text{Total Asset}}$$

Teknis Analisis Data

Analisis Deskriptif

Teknik deskriptif yang dimaksudkan dalam penelitian ini adalah untuk menginterpretasikan nilai rata-rata, standar deviasi, nilai maksimum, median dan nilai minimum dari masing-masing variabel penelitian.

Analisis Induktif

a. Model Regresi Panel

Analisis regresi berganda adalah analisis tentang hubungan antara satu *dependent variable* dengan dua atau lebih *independen variabel*. Data yang telah dikumpulkan akan diolah dengan menggunakan *software* Eviews. Dalam penelitian ini dilakukan pengujian terhadap model sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1 GO + \beta_2 NWC + \beta_3 CF + e$$

Keterangan

Y : *Cash Holding*

GO : *Growth Opportunity* (X_1)

NWC: *Net Working Capital* (X_2)

CF : *Cash Flow* (X_3)

α : Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: Koefisien regresi

e : Standar Error

b. Metode Estimasi Model Regresi

Panel

1) *Common Effect Model* (CEM)

Model ini merupakan model data panel yang paling sederhana karena hanya mengkombinasikan data *time series* dan *cross section*. Pada model ini tidak diperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu.

2) *Fixed Effect Model* (FEM)

Model ini mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepnya. Untuk mengestimasi data panel model *fixed effects* menggunakan teknik *variable dummy* untuk menangkap perbedaan intersep antar perusahaan.

3) *Random Effect Model* (REM)

Model ini akan mengestimasi data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Pada model *random effect* perbedaan intersep diakomodasi oleh error terms masing-masing perusahaan.

Keuntungan menggunakan model *random effect* yakni menghilangkan heteroskedastisitas dan tidak diperlukan uji asumsi klasik. Hal ini disebabkan oleh variabel gangguan dalam model *random effect* tidak berkorelasi dari perusahaan berbeda maupun perusahaan yang sama dalam periode yang berbeda, varian variabel gangguan homoskedastisitas serta

nilai harapan variabel gangguan nol.

c. Pemilihan Model

1) *Chow test* atau *Likelihood test*

Chow test yaitu pengujian untuk menentukan apakah model *Fixed effect* atau *common effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel pada penelitian ini. Untuk menentukannya, dilakukan dengan cara membandingkan nilai probabilitas dari *cross-section chi square* yang diperoleh pada hasil olahan data dari *Fixed Effect Model* dengan level signifikan pada $\alpha = 5\%$ (0,05).

2) *Hausman Test*

Hausman test atau uji hausmann adalah pengujian statistik untuk memilih apakah model *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang paling tepat digunakan. Setelah selesai melakukan uji Chow dan didapatkan model yang tepat adalah *Fixed Effect*, maka selanjutnya kita akan menguji model manakah antara model *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang paling tepat, pengujian ini disebut sebagai uji Hausman.

Jika nilai probabilitas *cross section random* lebih besar dari 0,05 maka H_0 diterima sehingga penulis menggunakan pendekatan *random effect*. Jika nilai *cross section random* lebih kecil dari 0,05 lebih kecil dari 0,05 maka H_0 ditolak sehingga penulis tetap menggunakan pendekatan *fixed effect*.

d. Uji Asumsi Klasik

1) Uji Normalitas

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah distribusi pada data sudah mengikuti atau mendekati distribusi yang normal. Pada pengujian sebuah hipotesis, maka data harus terdistribusi normal. Terdapat dua cara untuk melihat apakah data terdistribusi normal. Pertama, jika nilai Jarque-Bera < 2 , maka data sudah terdistribusi normal. Kedua, jika

probabilitas > nilai signifikansi 5%, maka data sudah terdistribusi normal.

2) Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Penggunaan korelasi bivariat dapat dilakukan untuk melakukan deteksi terhadap multikolinieritas antar variabel bebas dengan standar toleransi 0,8. Jika korelasi menunjukkan nilai lebih kecil dari 0,8 maka dianggap variabel-variabel tersebut tidak memiliki masalah kolinieritas yang tidak berarti.

3) Uji Heteroskedastisitas

Dalam pengamatan ini uji heteroskedastisitas yang digunakan adalah Uji *White*, dengan menggunakan residual kuadrat sebagai variabel dependen, dan variabel independennya terdiri atas variabel independen. Kriteria untuk pengujian Uji *White* dengan $\alpha = 5\%$, adalah: a). Jika nilai $\text{sig} < 0,05$ varian terdapat heteroskedastisitas. b). Jika nilai $\text{sig} \geq 0,05$ varian tidak terdapat heteroskedastisitas.

4) Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah hubungan antara residual suatu observasi dengan observasi lainnya, yang berarti terdapatnya korelasi antar anggota sampel atau pengamatan yang diurutkan berdasarkan waktu, sehingga satu data dipengaruhi oleh data sebelumnya. Autokorelasi dapat diketahui dengan menggunakan uji *Durbin-Watson*.

e. Uji Kelayakan Model

1) Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji ini digunakan untuk menguji *goodness-fit* dari model regresi dimana untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel

dependen maka dapat dilihat dari nilai *adjusted R^2* .

2) Uji F-Statistik

Uji F dilakukan untuk menguji apakah model yang digunakan signifikan atau tidak, sehingga dapat dipastikan apakah model tersebut dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Jika F_{hitung} lebih besar dari F_{tabel} , maka model regresi linear berganda dapat dilanjutkan atau diterima. Dengan tingkat kepercayaan untuk pengujian hipotesis adalah 95% atau $(\alpha) = 0,05$.

3) Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t. Uji t dilakukan untuk menguji apakah secara terpisah variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen secara baik.

Hasil pengujian dari *t*-statistik dengan standar signifikansi $\alpha = 5\%$ variabel keputusan investasi, kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial terhadap Nilai Perusahaan adalah sebagai berikut :

- Jika $\text{sig} < \alpha$, maka H_1 diterima. Ini berarti bahwa ada pengaruh secara parsial antara variabel bebas terhadap variabel terikat.
- Jika $\text{sig} \geq \alpha$, maka H_1 ditolak. Ini berarti bahwa tidak ada pengaruh secara parsial antara variabel bebas dengan variabel terikat.

Kriteria penerimaan hipotesis:

- Jika probabilitas (*p-value*) < 0,05 dan β positif (+) maka H_1 diterima.
- Jika probabilitas (*p-value*) < 0,05 dan β negatif (-) maka H_1 ditolak
- Jika probabilitas (*p-value*) > 0,05 dan β positif atau negatif (+/-) maka H_1 ditolak.

Dengan tingkat kepercayaan untuk pengujian hipotesis adalah 95% atau $\alpha = 0,05$.

Definisi Operasional

Cash Holding

Cash holding adalah kas yang ada di perusahaan atau tersedia untuk investasi pada aset fisik dan untuk dibagikan kepada para investor, dan dapat dengan mudah diubah menjadi uang tunai.

Growth Opportunity

Growth opportunity adalah kesempatan yang dimiliki oleh perusahaan dengan cara memanfaatkan aktiva atau aset yang dimilikinya untuk membuat perusahaan memiliki dana yang cukup untuk berkembang dan berada pada posisi yang diinginkan dimasa yang akan datang.

Net Working Capital

Net working capital atau modal kerja bersih adalah aset lancar dikurangi liabilitas lancar. *Net working capital* merupakan kekuatan intern untuk menggerakkan kegiatan bisnis pada perusahaan, seperti untuk membiayai kegiatan operasi rutin dan untuk membayar semua utang yang jatuh tempo. Selain itu, *net working capital* juga bisa berperan sebagai substitusi kas yang baik.

Cash Flow

Cash flow atau arus kas merupakan sejumlah uang kas yang keluar dan yang masuk sebagai akibat dari aktivitas perusahaan. Dengan kata lain adalah aliran kas yang terdiri dari aliran masuk dalam perusahaan dan aliran kas keluar perusahaan serta berapa jumlah saldonya setiap periode. Arus kas perusahaan mencerminkan produktivitas operasi yang dilakukan oleh sebuah entitas bisnis, juga dapat digunakan untuk menilai perusahaan di dalam memenuhi ketersediaan dana dan likuiditasnya.

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Pasar Modal dan Perusahaan Manufaktur

Industri merupakan kegiatan mengolah bahan mentah menjadi bahan baku setengah jadi atau barang jadi yang mempunyai nilai tinggi termasuk kegiatan rancangan bangunan dan perkerayaan industri atau yang lebih luas lagi proses perubahan barang dasar menjadi barang jadi atau pun barang yang kurang nilainya menjadi barang yang bernilai tinggi dengan tujuan untuk menjual seluruh hasil yang diperoleh dalam usaha mendapatkan pendapatan.

Industri manufaktur adalah suatu kegiatan ekonomi yang melakukan kegiatan mengubah suatu barang dasar menjadi barang jadi atau barang setengah jadi yang mempunyai nilai yang tinggi dan sifatnya berguna bagi pemakai atau konsumen. Karakteristik utama kegiatan industri manufaktur adalah mengolah bahan baku menjadi produk yang sifatnya berbeda sama sekali dengan bahan bakunya atau mengolah bahan baku menjadi bahan setengah jadi atau barang jadi.

Deskriptif

Sebelum variabel penelitian dianalisis dengan melakukan pengujian rumus statistik *eviews6*, data dari masing-masing variabel penelitian dideskripsikan terlebih dahulu. Hal ini dimaksudkan agar dapat memberikan gambaran tentang masing-masing variabel yang diteliti. variabel tersebut dapat dijelaskan secara statistik seperti yang tergambar pada **Tabel 9.** berikut :

$$Y = 0.066207 - 0.027318 (X1) + 0.212256(X2) + 0.062309 (X3)$$

Tabel 9.

Statistik Deskriptif

	Y	X1	X2	X3
Mean	0.1235	0.1627	0.2872	0.0129
Median	0.0784	0.1468	0.2862	0.0113
Maximum	0.4734	0.8536	0.8133	0.3598
Minimum	0.0011	-0.9989	0.4045	-0.4195
Std. Dev.	0.1168	0.2272	0.2171	0.0980

Sumber : Data olahan *eviews6* tahun 2015

Analisis Induktif

Analisis Model Regresi Panel

a. Chow Test atau Likelihood Test

Berdasarkan hasil uji *Chow-Test* dengan menggunakan *eviews6*, didapat probabilitas sebesar 0,000. Nilai probabilitasnya kecil dari level signifikan ($\alpha = 0,05$), maka H_0 untuk model ini di tolak dan H_a diterima, sehingga estimasi yang lebih baik digunakan dalam model ini adalah *Fixed Effect Model (FEM)*. Untuk itu perlu dilanjutkan ke uji *Hausman test*.

b. Hausman Test

Berdasarkan hasil uji Hausman test dengan menggunakan *eviews6*, didapat probabilitas sebesar 0.0625. Nilai probabilitasnya lebih besar dari level signifikan ($\alpha = 0,05$), maka H_0 untuk model ini ditolak dan H_a diterima, sehingga estimasi yang lebih baik digunakan dalam model ini adalah *Random Effect Model (REM)*. Untuk itu tidak perlu dilakukan uji asumsi klasik.

Model Regresi Panel

Model regresi ini bertujuan untuk mengetahui apakah keputusan investasi, dan kebijakan deviden berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian ini, teknik yang digunakan adalah teknik analisis regresi berganda, karena variabel independen dalam penelitian ini lebih dari satu.

Dari pengolahan menggunakan *eviews6* di atas, maka diperoleh persamaan regresi data panel sebagai berikut :

Keterangan hasil pengujian diatas dijelaskan sebagai berikut :

a. Konstanta (α)

Dari hasil uji analisis regresi panel terlihat bahwa konstanta sebesar 0.066207 menunjukkan bahwa tanpa adanya pengaruh dari variabel bebas yaitu *growth*

opportunity, net working capital dan cash flow maka *cash holding* perusahaan adalah sebesar 0.066207.

b. Koefisien regresi (β) X1

Variabel *Growth Opportunity*(X1) memiliki koefisien regresi sebesar -0.027318. Artinya jika variabel *growth opportunity* meningkat sebesar satu satuan maka *cash holding* akan mengalami penurunan sebesar 0.027318 dengan anggapan variabel bebas lainnya tetap.

c. Koefisien regresi (β) X2

Variabel *Net Working Capital*(X2) memiliki koefisien regresi sebesar 0.212256. Artinya jika variabel *net working capital* meningkat sebesar satu satuan maka *cash holding* akan mengalami peningkatan sebesar 0.212256 dengan anggapan variabel bebas lainnya tetap.

d. Koefisien regresi (β) X3

Variabel *Cash Flow*(X3) memiliki koefisien regresi sebesar 0.062309. Artinya jika variabel *cash flow* meningkat sebesar satu satuan maka *cash holding* akan mengalami peningkatan sebesar 0.062309 dengan anggapan variabel bebas lainnya tetap.

Uji Model

1). Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji ini digunakan untuk menguji *goodness-fit* dari model regresi dimana untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen maka dapat dilihat dari nilai R^2 . Untuk jumlah variabel yang lebih dari dua lebih baik menggunakan koefisien determinasi disesuaikan yaitu *adjusted R²*. Hasil estimasi pada Tabel 13 diatas, diketahui bahwa nilai *adjusted R²* yang diperoleh sebesar **0.119050**. Hasil tersebut menunjukkan bahwa proporsi variabel independen dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen sebesar 11,9% dan sebesar 88,1% ditentukan oleh

variabel lain yang tidak dianalisis dalam model pada penelitian ini.

2). Uji F (Simultan)

Uji F dilakukan untuk menguji apakah model yang digunakan signifikan atau tidak, sehingga dapat dipastikan apakah model tersebut dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Jika probabilitas (*F-statistic*) lebih kecil dari *sig* (0,05) maka model regresi linear berganda dapat dilanjutkan atau diterima. Berdasarkan Tabel 13, dapat dilihat bahwa probabilitas *F-statistic* yang diperoleh sebesar **0.000** lebih kecil dari *sig* (0,05). Hal ini menandakan bahwa model regresi panel diterima sehingga model regresi dapat dikatakan bahwa variabel independen berpengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

3). Uji Hipotesis (t-Test)

Uji t dilakukan untuk mencari pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dalam persamaan regresi secara parsial dengan menggunakan tingkat signifikansi 5% dan 10%. Kriteria penilaiannya yaitu:

- a) jika nilai signifikan $< 0,05$ dan $0,1$ berarti hipotesis diterima dan
- b) jika nilai signifikan $> 0,05$ dan $0,1$ berarti hipotesis ditolak.

Berdasarkan hasil olahan data statistik pada Tabel 13, maka dapat dilihat pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial adalah sebagai berikut:

- a. Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014. Berdasarkan Tabel di atas dapat diketahui bahwa koefisien β *growth opportunity* bernilai negatif sebesar 0.027318, nilai $t_{hitung} = -1.231016$, dan tingkat signifikansi $0.2199 > 0,05$ dan $0,1$. Hal ini berarti bahwa *growth opportunity*(X1) tidak berpengaruh terhadap *cash holding*,

sehingga dapat disimpulkan **hipotesis 1 ditolak**.

- b. Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah *net working capital* berpengaruh negatif terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014. Berdasarkan Tabel di atas dapat diketahui bahwa koefisien β *net working capital* bernilai positif sebesar 0.212256, nilai $t_{hitung} = 5.206778$, dan tingkat signifikansi $0.0000 < 0,05$ dan $0,1$. Hal ini berarti bahwa *net working capital*(X2) berpengaruh dan memiliki hubungan yang positif terhadap *cash holding*, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis 2 diterima**.
- c. Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah *cash flow* berpengaruh positif terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014. Berdasarkan Tabel di atas dapat diketahui bahwa koefisien β *cash flow* bernilai positif sebesar 0.062309, nilai $t_{hitung} = 1.329011$, dan tingkat signifikansi $0.1855 > 0,05$ dan $0,1$. Hal ini berarti bahwa *cash flow*(X3) tidak berpengaruh terhadap *cash holding*, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis 3 ditolak**.

Pembahasan

1. Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap *Cash Holding*

Berdasarkan hasil analisis statistik yang telah dilakukan menggunakan program *Eviews6*, dapat diketahui bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan sehingga hipotesis pertama ditolak. Hal ini dibuktikan dengan hasil uji hipotesis yang menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari nilai α ($0.2199 > 0.05$ dan 0.1).

Perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang tinggi akan menahan kas dalam jumlah yang sedikit cenderung menggunakan pendanaan eksternal untuk mengeksekusi peluang pertumbuhan mereka karena jenis perusahaan di Indonesia adalah tergabung dalam bentuk grup. Sehingga memiliki akses yang mudah dalam memperoleh pendanaan eksternal tanpa harus menggunakan pendanaan internal dalam bentuk kas yang ditahan. Jadi, perusahaan akan cenderung menahan kas yang rendah dan lebih memilih menggunakan pendanaan eksternal untuk mengeksekusi peluang pertumbuhan yang tinggi (Gill dan Shah, 2012).

Selain itu perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi akan menahan jumlah kas yang sedikit dikarenakan perusahaan lebih mengandalkan utang jangka pendek untuk mendanai proyek investasinya. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bigelli dan Vidal (2012) yang memberikan hasil variabel *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap variabel *cash holding*. Hasil ini menunjukkan bahwa kenaikan atau penurunan total asset tidak akan berpengaruh terhadap penentuan tingkat *cash holding* perusahaan.

Berbeda dengan hasil penelitian diatas, penelitian yang dilakukan oleh William dan Syarif Fauzi (2013) juga mengungkapkan bahwa variabel *growth opportunity* berpengaruh secara parsial terhadap variabel *cash holding*. Perbedaan hasil penelitian ini mungkin disebabkan oleh perbedaan asal data dan karakteristik data yang digunakan. Dalam penelitian ini peneliti menggunakan data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sedangkan data penelitian yang digunakan oleh William dan Syarif Fauzi (2013) adalah data perusahaan sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2. Pengaruh *Net Working Capital* Terhadap *Cash Holding*

Berdasarkan hasil analisis statistik yang telah dilakukan menggunakan program *Eviews6*, dapat diketahui bahwa *net working capital* berpengaruh dan memiliki hubungan yang positif terhadap *cash holding*. Sehingga hipotesis kedua diterima.

Hasil uji t menunjukkan bahwa variabel *net working capital* terbukti berpengaruh terhadap *cash holding*. Variabel ini memiliki nilai signifikansi sebesar 0.0000 lebih kecil dari 0.05. Hasil olahan data yang menunjukkan nilai positif, berarti bahwa semakin tinggi *net working capital* maka semakin tinggi pula tingkat *cash holding* yang dimilikinya. Hal ini dikarenakan modal kerja bersih berperan sebagai substitusi kas yang baik, jadi apabila perusahaan sewaktu-waktu membutuhkan kas untuk kelancaran kegiatan perusahaan maka modal kerja bersih dapat dijadikan kas dengan cepat.

Hasil penelitian ini sejalan dengan yang diungkapkan oleh Opler *et al.*, dalam Bigelli dan Vidal (2012:29) yang menyatakan bahwa *net working capital* dapat menjadi substitusi yang baik bagi *cash holding*. Hal ini disebabkan karena *net working capital* sangat likuid untuk dijadikan kas apabila sewaktu-waktu perusahaan memerlukan dana. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bigelli dan Vidal (2012) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif antara *net working capital* terhadap *cash holding*.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan Fauzi (2013) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara *net working capital* terhadap *cash holding*, tetapi hasil penelitian bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Sohani (2012) yang menyatakan bahwa *net working capital* tidak berpengaruh terhadap *cash holding*.

3. Pengaruh *Cash Flow* Terhadap *Cash Holding*

Berdasarkan hasil analisis statistik yang telah dilakukan menggunakan program Eviews6, dapat diketahui bahwa *cash flow* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan. Sehingga hipotesis ketiga ditolak

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Rebecca (2013) dan Rahmawati (2014) yang menyatakan bahwa *cash flow* tidak berpengaruh terhadap tingkat *cash holding* perusahaan. Hal ini diduga dikarenakan terdapat perusahaan sampel yang memiliki nilai *cash flow from operation* yang negatif. Dapat dikatakan perusahaan dengan nilai *cash flow* negatif adalah perusahaan yang mengalami penurunan nilai arus kas bersih operasional dari tahun sebelumnya. Perusahaan yang memiliki nilai arus kas bersih operasional yang negatif juga diindikasikan memiliki masalah dalam memanfaatkan kas untuk kegiatan operasional perusahaannya.

Pecking Order Theory menyatakan bahwa tidak ada kebijakan *cash holding* yang optimal dan jumlah kas perusahaan yang sebenarnya adalah hasil dari investasi dan keputusan finansial (Myers dan Majluf, 1984). Oleh karena itu, perusahaan dengan *cash flow* yang besar disinyalir lebih memilih melakukan investasi pada hutang jangka pendek atau keputusan finansial lainnya. Hal ini mengakibatkan kas yang tersedia di perusahaan juga menjadi sedikit dan berkurang

Selain itu keadaan perusahaan di Indonesia yang biasanya memiliki sister company atau anak perusahaan juga memberikan kemudahan untuk memperoleh pendanaan eksternal (leverage). Pada saat perusahaan anak membutuhkan aliran kas untuk menutupi kekurangan pendanaan internal, maka perusahaan tersebut dapat meminta kekurangan pada perusahaan induk. Hal

inilah yang menyebabkan pendanaan internal tidak terlalu berpengaruh bagi perusahaan manufaktur di Indonesia. Hal yang perlu diperhatikan oleh perusahaan di Indonesia adalah apabila perusahaan berdiri sendiri dan sulit mendapatkan pendanaan eksternal, perusahaan tersebut harus memperhatikan sumber pendanaan internal agar likuiditas perusahaan terus terjaga.

PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil temuan penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa :

1. *Growth opportunity* perusahaan yang dijadikan variabel independen X1 pada penelitian ini tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan.
2. *Net working capital* perusahaan yang dijadikan variabel independen X2 pada penelitian ini berpengaruh dan memiliki hubungan positif terhadap *cash holding* perusahaan.
3. *Cash flow* perusahaan yang diprosikan dengan Arus Kas Bersih Operasional (AKBO) yang dijadikan variabel independen X3 pada penelitian ini tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan.

B. Keterbatasan

1. Periode penelitian ini tergolong singkat hanya mencakup selama 4 tahun dengan sampel berjumlah 48 perusahaan. Serta dalam penelitian ini hanya mengambil sampel dari perusahaan manufaktur.
2. Masih ada variabel lain yang belum digunakan dan memiliki kontribusi dalam mempengaruhi *cash holding*.

C. Saran

Penelitian selanjutnya dapat menggunakan objek lain, tidak hanya pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, tetapi juga industri dari sektor lainnya atau berasal dari semua

jenis perusahaan publik maupun keuangan.

Penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan proksi lain sebagai alat ukur *growth opportunity*, *net working capital*, *cash flow* dan *cash holding*, serta memperpanjang periode pengamatan tingkat *cash holding* perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T., dan Adnan, S.M. (2007). Determinants of Corporate Cash Holdings: A Case Study of Pakistan. *Proceedings of Singapore Economic Review Conference (SERC) 2007*.
- Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59, 1777–1804.
- Bates, T., Kahle, K., Stulz, R. (2009). Why Do US Firms Hold So Much Cash Than They Used To Be? *Journal of Finance*, 64, 1985–2021.
- Bigelli, M., Vidal, J.S., 2012. *Cash Holdings in Private Firms*. *Journal of Banking & Finance* Vol 36, 26-35.
- Brigham, E.F., Houston, J.F., 2001. *Manajemen Keuangan, Edisi Kedelapan*. Jakarta : Erlangga
- Ferreira, M., Vilela, A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10, 295–319.
- Foley, C. Fritz, Jay Hartzell, Sheridan Titman, and Garry J. Twite (2007). Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-Based Explanation. *Journal of Financial Economics*, 86, 579–607.
- Islam Sohani, 2012, Manufacturing Firms' Cash Holding Determinants : Evidence from Bangladesh, *International Journal of Bussiness and Management*, Vol. 7, No. 6, Department of Bussiness Administration (Finance), Stamford University Bangladesh, Bangladesh.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, Michael (1986). Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance And Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Kieso Donald E., Weygandt Jerry J., D. Warfield Terry, 2008, *Akuntansi Intermediate, Edisi Keduabelas, Jilid 1*, Erlangga, Jakarta.
- Kim, J.Y, Kim, H.J., Woods, D., 2011. *Determinants of Corporate Cash-Holding levels: An Empirical Examination of The Restaurant Industry*. *International Journal of Hospitality Management* Vold 30, 568-574.
- Myers, S.C. (1977). Determinants Of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. dan Majluf, N. (1984). Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Ogundipe Lawrencia Olatunde, Sunday Emmanuel Ogundipe, Samuel Kehinde Ajao, 2012, *Cash Holding*

- and Firm Characteristics : Evidence From Nigerian Emerging Market, Journal of Business, Economic & Finance*, Volume : 1, Department of Business Education, Osun State College of Education, Nigeria.
- Prasentianto, Hanafi. “*Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat Cash Holding (Studi Empiris Pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2013)*”. Skripsi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. 2014.
- Opler et al, 1999. *The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. Journal of Financial Economics Vol 52, 3-46.*
- Ozkan, A., Ozkan, N., 2004. *Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. Journal of Banking & Finance Vol 28, 2103-2134.*
- Rabecca Theresia Jinkar, 2013, Analisa Faktor-faktor Penentu Kebijakan Cash Holding Perusahaan Manufaktur di Indonesia, *Jurnal*, Edisi 42, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia, pp 126-129.
- Rahmawati, Z.A. “*Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keputusan Cash Holding pada Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)*”. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, 2 (2).2014.
- Riyanto, Bambang L.S. dan Kusumawati, Dwi N. 2005. *Corporate Governance dan Kinerja: Analisis Pengaruh Compliance Reporting dan Struktur Dewan Terhadap Kinerja. Simposium Nasional Akuntansi VIII, Solo 15 – 16 September 2005.*
- Saddour Khaoula, 2006, *The Determinants and the Value of Cash Holding :Evidence from French firms, Cahier De Recherche.*
- Shah Attaulah, 2011, *The Corporate Cash Holding : Determinants and Implications*, Vol. 5 (34), *Institute of Management Sciences*, Pakistan.
- Subramaniam et al, 2011. *Firm Structure and Corporate Cash Holdings. Journal of corporate finance Vol 17, 759-773.*
- Sugiyono, 2012, *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*, Alfabeta, Bandung.
- Syafrizaliadhi, Adhitya Dasha, *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Perilaku Cash Holdings pada Perusahaan Besar dan Perusahaan Kecil (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI 2011-2012)*. Skripsi, Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, 2014.
- Widyastuti, Diah Wahyu , *Analisis Sensitivitas Cash Flow dari Cash Holding yang Bersifat Asimetri pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, Jurnal*, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro, 2014.