



## Hubungan *Cash Holding* dan Nilai Perusahaan di Indonesia

Bambang Sutrisno

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Jakarta

\*Corresponding author: [bsutrisno.umj@gmail.com](mailto:bsutrisno.umj@gmail.com)

<https://doi.org/10.24815/jdab.v4i1.6340>

### ARTICLE INFORMATION

#### Article history:

Received date: 18 February 2017

Received in revised form: 19 March 2017

Accepted: 21 March 2017

Available online 27 March 2017

#### Keywords:

Cash holding, firm value, manufacturing firms.

### ABSTRACT

This paper aims to examine the effect of cash holding on firm value in Indonesia. This study tested empirically for the existence of a linear relationship between cash holding and firm value. Then the study examines whether or not a quadratic relationship exists. A total of 115 manufacturing firms listed on the Indonesia Stock Exchange from 2010 to 2014 were examined. This study employs panel regression with fixed effect model. The results show that a linear relationship exists between cash holding and firm value. However, a quadratic relationship does not appear between cash holding and firm value of Indonesian manufacturing firms. Thus, the result of this study supports pecking order theory.

©2017 FEB USK. All rights reserved.

## 1. Pendahuluan

Pada aset perusahaan yang paling likuid adalah kas. Jumlah kas yang tersedia dapat mempengaruhi likuiditas perusahaan dan mencerminkan kemampuan perusahaan memenuhi seluruh kewajibannya secara tepat waktu. Ketersediaan kas juga dapat membantu peningkatan penjualan dan keuntungan perusahaan. Ketersediaan kas menggambarkan kas yang ditahan (*cash holding*). Gill dan Shah (2012) mendefinisikan *cash holding* sebagai uang tunai di tangan atau yang siap tersedia untuk diinvestasikan pada aset fisik dan dibagikan kepada investor.

*Cash holding* perlu ditentukan secara tepat oleh perusahaan José, Iturralde dan Maseda (2008) karena *cash holding* optimal dapat membantu kegiatan operasional perusahaan sehari-hari dan

menutupi kebutuhan kas yang mendadak diperlukan (Gill dan Shah, 2012). Rendahnya *cash holding* dapat menyebabkan perusahaan tidak mampu mencapai tujuan perusahaan dan kehilangan kesempatan investasi. Sebaliknya, *cash holding* tinggi dapat menimbulkan *opportunity cost* atas peluang investasi aset yang memberikan keuntungan pasti. *Cash holding* yang tinggi mengindikasikan banyak kas yang menganggur di perusahaan sehingga meningkatkan *opportunity cost*.

Dalam literatur keuangan, *cash holding* perusahaan telah menarik perhatian akademisi dan praktisi. Banyak penelitian sebelumnya fokus pada faktor-faktor yang memengaruhi *cash holding* perusahaan. Namun sedikit penelitian yang menguji pada hubungan langsung antara *cash holding* dan nilai perusahaan, baik di negara maju

maupun negara berkembang (Cao dan Chen, 2014).

Beberapa penelitian sebelumnya telah menunjukkan adanya pengaruh *cash holding* terhadap nilai perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung. Secara tidak langsung, Pinkowitz, Stulz, dan Williamson (2006) meneliti hubungan antara *cash holding* dan nilai perusahaan dalam konteks tata kelola perusahaan (*corporate governance*) dengan menggunakan sampel dari 35 negara. Mereka menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di negara-negara yang tidak melindungi investor dengan baik memiliki hubungan antara nilai perusahaan dan *cash holding* yang lebih lemah dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan di negara-negara yang melindungi investor dengan baik, dan nilai *cash holding* pada negara-negara tersebut lebih rendah.

Martinez-Sola, Garcia-Teruel, dan Martinez-Solano (2013) dan Azmat (2014) telah menguji secara langsung akan hubungan *cash holding* dan nilai perusahaan di Amerika Serikat dan Pakistan. Kedua penelitian ini sama-sama menemukan adanya hubungan kuadratik antara *cash holding* dan nilai perusahaan. Namun Cao dan Chen (2014) menemukan adanya hubungan linear antara *cash holding* dan nilai perusahaan di China. Mereka tidak menemukan adanya hubungan kuadratik antara *cash holding* dan nilai perusahaan.

Hubungan *cash holding* dan nilai perusahaan dapat bersifat linear dan kuadratik (*concave*). Hubungan *linear* terjadi apabila peningkatan *cash holding* secara konstan akan meningkatkan nilai perusahaan dan sebaliknya. Mengacu pada teori *trade-off*, tingkat kas optimal terjadi ketika manfaat dari memegang kas dapat menutup konsekuensi memegang kas. Pada tingkat kas optimal tersebut, para investor memiliki persepsi yang baik akan profitabilitas dan kelangsungan hidup perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Perbedaan temuan akan hubungan langsung antara *cash holding* dan nilai perusahaan mendorong penelitian ini untuk memberikan bukti empiris lebih lanjut tentang hubungan *cash holding* dan nilai perusahaan di Indonesia. Penelitian ini menguji secara empiris keberadaan hubungan linear dan kuadratik antara *cash holding* dan nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan-perusahaan dalam kelompok industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2014. Pemilihan industri manufaktur sebagai sampel penelitian karena perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur memiliki karakteristik keuangan yang hampir mirip. Perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur memiliki karakteristik keuangan yang meliputi: 1) pendapatan usaha berasal dari menjual produk barang; 2) biaya produksi terdiri dari biaya bahan baku, tenaga kerja, dan *overhead*; dan 3) memiliki tiga jenis persediaan, yaitu persediaan bahan baku, persediaan barang dalam proses, dan persediaan barang jadi

## 2. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

### 2.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Strategi Teori keagenan pertama kali dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori ini mendeskripsikan hubungan keagenan sebagai sebagai kontrak antara *principal* dengan agen (manajer). Teori ini merupakan landasan yang digunakan untuk memahami hubungan antara *cash holding* dan nilai perusahaan. Pemisahan kepemilikan oleh *principal* dengan pengendalian oleh agen dalam suatu organisasi cenderung menimbulkan konflik keagenan antara *principal* dan agen. Mengacu pada pendapat Jensen dan Meckling (1976), laporan keuangan yang dibuat dengan angka-angka akuntansi diharapkan dapat meminimalkan konflik di antara para pemangku kepentingan. Dengan laporan keuangan yang dilaporkan oleh agen sebagai pertanggungjawaban kinerjanya, *principal* dapat

menilai sejauhmana agen tersebut bekerja untuk meningkatkan kesejahteraannya serta sebagai dasar pemberian kompensasi kepada agen.

*Cash holding* berhubungan dengan teori keagenan karena *cash holding* tinggi dapat menyebabkan konflik keagenan (Jensen, 1986). *Cash holding* yang tinggi cenderung disalahgunakan oleh manajer demi kepentingannya sendiri. Hal tersebut mencerminkan konflik kepentingan antara tujuan utama manajemen yaitu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dengan kepentingan pribadi manajer untuk meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri.

## 2.2 Teori Trade-off

Teori *trade-off* menyatakan bahwa terdapat perimbangan antara biaya dan keuntungan dalam setiap pengambilan keputusan perusahaan (Myers dan Majluf, 1984). Salah satu keputusan perusahaan adalah tingkat pemegangan kas. Perusahaan perlu mempertimbangkan biaya dan keuntungan dalam memegang kas (Kim, Mauer, & Sherman, 1998; Opler, Pinkowitz, Stulz, dan Williamson (1999).

Teori *trade-off* dapat digunakan untuk menjelaskan motif perusahaan dalam melakukan transaksi hutang dan motif kebijakan *cash holding* (Azmat, 2014). Manfaat utama memegang kas adalah alasan berjaga-jaga yang memungkinkan perusahaan terhindar dari kenaikan biaya pendanaan eksternal atau likuidasi aset dan mendukung perusahaan untuk membiayai peluang pertumbuhan usahanya (Saddour, 2006). Perusahaan sulit mengakses pasar modal atau membiayai investasi karena kondisi ketidaksempurnaan pasar. Ketidaksempurnaan pasar merupakan kondisi dimana semua informasi yang ada dan tersedia dapat dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return* di pasar. Saldo kas perusahaan yang tidak mencukupi memaksa perusahaan untuk meninggalkan proyek investasi yang menguntungkan.

*Cash holding* memiliki dua kelemahan utama Opler, Pinkowitz, Stulz, dan Williamson,

(1999). Kelemahan ini bergantung pada apakah manajer memaksimalkan keuntungan pemegang saham atau tidak. Apabila keputusan manajer mendukung kepentingan pemegang saham, kelemahan yang dihadapi hanya *cash holding* menimbulkan keuntungan (imbal hasil) yang lebih rendah daripada investasi lain yang memiliki risiko relatif sama. Sebaliknya, apabila manajer tidak mendukung kepentingan pemegang saham, mereka berupaya meningkatkan *cash holding* guna meningkatkan total aset yang dapat mereka kendalikan demi kepentingan pribadi melalui kebijakan-kebijakan yang diterapkan. Dalam teori *trade-off*, titik optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan berada saat nilai marjinal keuntungan melebihi nilai marjinal biaya dari tingkat *cash holding* tertentu. Mengacu pada teori *trade-off*, terdapat hubungan kuadratik antara *cash holding* dan nilai perusahaan yang merepresentasikan titik optimal dimana nilai perusahaan dimaksimalkan.

## 2.3 Teori Pecking Order

Teori *pecking order* menyatakan bahwa adanya urutan sumber dana dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan (Myers dan Majluf, 1984). Menurut teori *pecking order*, penerbitan saham baru merupakan sesuatu yang mahal karena adanya asimetri informasi. Oleh karena itu, perusahaan lebih memilih mendanai investasinya menggunakan dana internal daripada melakukan pinjaman.

Dalam teori *pecking order*, tidak ada tingkat kas optimal (Myers dan Majluf, 1984; Azmat, 2014). Teori ini merepresentasikan hubungan *linear* antara *cash holding* dan nilai perusahaan. Saldo kas digunakan sebagai dasar penentuan laba ditahan dan tingkat investasi yang dibutuhkan oleh perusahaan. Menurut teori ini, saldo kas hanyalah hasil dari kebijakan pembiayaan dan investasi.

Dalam teori *pecking order*, penerbitan saham baru merupakan sesuatu yang mahal karena adanya asimetri informasi. Perusahaan lebih

memilih mendanai investasinya menggunakan dana internal daripada menggunakan pinjaman. Ketika arus kas operasi tinggi, perusahaan menggunakannya untuk mendanai proyek baru yang menguntungkan, membayar kewajiban, membayar dividen, dan sisanya ditahan sebagai kas. Saat laba ditahan tidak mencukupi untuk mendanai investasi baru, perusahaan menggunakan kas yang ditahan, apabila belum mencukupi maka perusahaan melakukan pinjaman.

#### 2.4 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah harga yang bersedia oleh calon pembeli (*investor*) apabila perusahaan tersebut dijual (Husnan, 2006). Fama (1998) mengungkapkan bahwa nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi merupakan keinginan para pemilik perusahaan karena nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham yang tinggi pula.

Harga pasar saham perusahaan yang terbetuk antara pembeli dan penjual pada saat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan yang sesungguhnya. Nilai perusahaan yang terbentuk melalui indikator nilai pasar saham dipengaruhi oleh kesempatan investasi. Penelitian ini menggunakan ukuran *Tobin's Q* dan *Market-to-book ratio* sebagai proksi nilai perusahaan.

#### 2.5 Hipotesis Penelitian

Terdapat beberapa teori yang menjelaskan hubungan antara *cash holding* dengan nilai perusahaan, yaitu teori keagenan, teori *trade-off*, dan teori *pecking order*. Dalam teori keagenan, *cash holding* yang tinggi dapat menimbulkan konflik keagenan antara *principal* dan agen. Teori *trade-off* menyatakan bahwa titik optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan berada saat nilai marjinal keuntungan melebihi nilai

marjinal biaya dari tingkat *cash holding* tertentu. Di sisi lain, teori *pecking order* mengemukakan bahwa tidak terdapat tingkat kas optimal.

Terdapat beberapa penelitian yang mendukung rumusan hipotesis dalam penelitian ini. Martinez-Sola (2013) dan Azmat (2014) menguji pengaruh *cash holding* terhadap nilai perusahaan, di US dan Pakistan secara berurutan. Kedua penelitian ini menguji secara langsung hubungan *cash holding* dan nilai perusahaan dan sama-sama menemukan bahwa terdapat hubungan kuadratik antara *cash holding* dan nilai perusahaan, yang mengonfirmasi bahwa terdapat terdapat tingkat kas optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan. Kedua penelitian ini juga menemukan bahwa deviasi dari tingkat kas optimal berpengaruh *negatif* terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan temuan Martinez-Sola (2013) dan Azmat (2014), Cao dan Chen (2014) mendokumentasikan hubungan linear antara *cash holding* dan nilai perusahaan di China. Mereka tidak menemukan adanya hubungan kuadratik antara *cash holding* dan nilai perusahaan.

Beberapa variabel kontrol yang umumnya mempengaruhi hubungan *cash holding* dan nilai perusahaan meliputi tingkat *leverage*, ukuran perusahaan, dan *capital expenditure*. *Leverage* merupakan kebijakan perusahaan tentang sejauh mana suatu perusahaan menggunakan pendanaan *eksternal*. Tingkat *leverage* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tidak *solvable*, dimana total *leverage* perusahaan lebih besar daripada total asetnya (Horne dan Wachowicz, 2008). Hal ini dapat mempengaruhi persepsi investor akan kinerja perusahaan sehingga dapat berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Di sisi lain, ukuran perusahaan berpengaruh *positif* terhadap nilai perusahaan. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, semakin baik teknologi dan sistem dalam perusahaan serta adanya kemudahan manajemen dalam menggunakan aset perusahaan akan mendorong peningkatan kinerja perusahaan, yang pada akhirnya berpengaruh terhadap

peningkatan nilai perusahaan. *Capital expenditure* berhubungan positif dengan nilai perusahaan (McConnell dan Muscarella, 1985; Attig, Ghoul dan Guedhami (2009). Apabila investasi mengalami peningkatan, maka nilai perusahaan juga akan meningkat. Mengingat bahwa pengeluaran biaya untuk keperluan investasi adalah bagian dari *capital expenditure*, maka *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan kajian teoritis dan hasil penelitian sebelumnya terkait hubungan cash holding dan nilai perusahaan, hipotesis dalam penelitian ini membedakan hubungan linear dan kuadratik antara *cash holding* dan nilai perusahaan di Indonesia, seperti dalam penelitian Cao dan Chen (2014). Perbedaan keduanya adalah terletak pada ada tidaknya tingkat kas optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam hubungan linear, tidak terdapat tingkat kas optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan, hanya menunjukkan bahwa peningkatan *cash holding* secara konstan akan meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan dalam hubungan

kuadratik, terdapat tingkat kas optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan.

H1 : Terdapat hubungan linear antara *cash holding* dan nilai perusahaan di Indonesia.

H2 : Terdapat hubungan kuadratik antara *cash holding* dan nilai perusahaan di Indonesia.

### 3. Metode Penelitian

#### 3.1 Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2010-2014. Penelitian ini menggunakan data berbasis tahunan, seperti kas dan setara kas, total aset, total utang, harga saham penutupan, jumlah saham beredar, dan *capital expenditure*.

#### 3.2 Penentuan Sampel Penelitian

Metode purposive sampling digunakan dalam menentukan sampel dalam penelitian ini. Seperti yang dapat dilihat pada Tabel 1, terpilih 115 perusahaan yang memenuhi kriteria penentuan sampel.

**Tabel 1**  
**Prosedur Penentuan Sampel Penelitian**

No.	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI per 31 Desember 2014	144
2.	Perusahaan manufaktur yang tidak tercatat terus-menerus pada tahun 2010-2014	(12)
3.	Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap	(7)
4.	Perusahaan dengan ekuitas negative	(10)
Sampel Akhir		115

#### 3.3 Definisi Operasional Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan, yang diproksikan dengan *Tobin's Q* (Q) dan *Market-to-book ratio* (MBR). Variabel independen yang digunakan adalah *cash holding* (CASH). Penelitian ini juga memasukkan variabel kontrol, yang meliputi tingkat *leverage* (LEV),

ukuran perusahaan (SIZE), dan *capital expenditure* (CAPEX). Pengukuran dari masing-masing variabel penelitian dijelaskan pada Tabel 2

**Tabel 2**  
**Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Definisi	Pengukuran Variabel
Q	<i>Tobin's Q</i>	Nilai buku utang ditambah nilai pasar ekuitas dibagi dengan total aset
MBR	<i>Market-to-book-ratio</i>	Nilai pasar ekuitas dibagi dengan nilai buku ekuitas
CASH	<i>Cash holding</i>	Kas dan setara kas dibagi dengan total aset
LEV	<i>Leverage ratio</i>	Total utang dibagi dengan total aset
SIZE	Ukuran perusahaan	Logaritma natural dari total aset
CAPEX	<i>Capital expenditure</i>	<i>Capital expenditure</i> dibagi dengan total aset

### 3.4 Metode Analisis Data

Penelitian ini membangun model penelitian berikut ini dalam mengeksplorasi hubungan antara cash holding dan nilai perusahaan.

Model 1:

$$V_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CASH_{it} + \alpha_2 LEV_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 C$$

dimana

$V_{it}$  adalah nilai perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ ,  
 $CASH_{it}$  adalah *cash holding* perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ ,  
 $LEV_{it}$  adalah tingkat *leverage* perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ ,  
 $SIZE_{it}$  adalah ukuran perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ ,  
 $CAPEX_{it}$  adalah *capital expenditure* perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ , dan  
 $\epsilon_{it}$  adalah *error term*.

Penelitian ini juga menggunakan model lain untuk melihat apakah nilai perusahaan berhubungan dengan CASH kuadrat. Hal ini dilakukan karena penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan kuadrat (*concave*) antara cash holding dan nilai perusahaan (Martinez-Sola et al., 2013; Azmat, 2014).

Model 2:

$$V_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CASH_{it} + \alpha_2 CASH_{it}^2 + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 CAPEX_{it} + \epsilon_{it}$$

Model 2 hanya berbeda dari Model 1 dengan menambah sebuah variabel  $CASH_{it}^2$ , yang merupakan *CASH* kuadrat perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ .

Penelitian ini menggunakan analisis regresi panel. Tahapan-tahapan yang dilakukan dalam analisis regresi panel adalah sebagai berikut.

#### 1) Pemilihan Metode Estimasi Terbaik

*Chow test* dan *Hausman test* diterapkan untuk menentukan metode estimasi terbaik yang nantinya akan digunakan dalam analisis, apakah metode estimasi *Pooled Least Square* (PLS), *Fixed Effect* (FE), atau *Random Effect* (RE).

#### 2) Pengujian Asumsi Klasik

Penelitian ini melakukan serangkaian pengujian asumsi klasik yaitu uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

#### 3) Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan uji parsial (*t-stat*).

## 4. Hasil dan Pembahasan

### 4.1 Statistik Deskriptif

Ringkasan statistik deskriptif dari 115 perusahaan (575 observasi) yang diteliti disajikan pada Tabel 3. Rata-rata dan median *cash holding* masing-masing adalah 10,4% dan 8,4% untuk perusahaan manufaktur di Indonesia pada periode 2010-2014. Nilai tersebut lebih tinggi apabila dibandingkan dengan nilai rata-rata dan median *cash holding* yang didokumentasikan oleh Martinez-Sola, Garcia-Teruel, dan Martinez-Solano (2013) masing-masing sebesar 7,9% dan 4,48% untuk sampel perusahaan terbuka di Amerika Serikat dan Azmat (2014) masing-

masing sebesar 10,01% dan 3,46% untuk sampel perusahaan non keuangan di Pakistan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia lebih memiliki kendala pendanaan dan cenderung memegang kas lebih besar.

Rata-rata nilai perusahaan yang diprosikan oleh *market-to-book ratio* (MBR) menunjukkan nilai yang sedikit lebih besar daripada *Tobin's Q* (Q). Kedua nilai rata-rata proksi nilai perusahaan menunjukkan nilai lebih

besar dari 1. Rata-rata tingkat *leverage* perusahaan di Indonesia adalah sebesar 14,7%, yang menandakan bahwa rata-rata total utang perusahaan sebesar 14,7% dari total asetnya. Rata-rata total aset perusahaan di Indonesia sebesar Rp 6,07 miliar. Rata-rata *capital expenditure* perusahaan di Indonesia yaitu sebesar 4,3%, yang mengindikasikan bahwa *capital expenditure* perusahaan sebesar 4,3% dari total asetnya

**Tabel 3**  
**Ringkasan Statistik Deskriptif dari Variabel Penelitian**

Variabel	Observasi	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
Q	575	1,135	0,087	0,452	0,436	5,143
MBR	575	1,282	0,093	1,065	0,532	5,346
CASH	575	0,104	0,084	0,107	0,000	0,483
LEV	575	0,147	0,783	0,203	0,002	1,522
SIZE (Rp miliar)	575	6,066	1,517	16,670	0,013	233,138
CAPEX	575	0,043	0,123	0,052	0,000	0,312

#### 4.2 Pemilihan Metode Estimasi Terbaik

Tiga metode estimasi yang umum digunakan dalam analisis regresi data panel yaitu *Pooled Least Square* (PLS), *Fixed Effect* (FE), dan *Random Effect* (RE). Penelitian ini

mengaplikasikan *Chow test* dan *Hausman test* untuk menentukan metode estimasi terbaik yang akan digunakan. Tabel 4 menampilkan hasil *Chow test* dan *Hausman test*.

**Tabel 4**  
**Hasil Chow test dan Hausman test**

Model Penelitian	Prob > Chi2	
	<i>Chow test</i>	<i>Hausman test</i>
Model 1	0,000	0,000
Model 2	0,000	0,000

Tabel 4 menunjukkan bahwa hasil *Chow test* dan *Hausman test* untuk kedua model menghasilkan p-value sebesar 0,000. Hasil ini menyimpulkan bahwa hipotesis nol dari *Chow test* dan *Hausman test* ditolak. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan metode estimasi *Fixed Effect* sebagai metode estimasi terbaik.

#### 4.3 Pengujian Asumsi Klasik Uji Multikolinearitas

Hasil uji korelasi antar variabel penelitian disajikan pada Tabel 5 untuk menunjukkan apakah terdapat multikolinearitas antar variabel penelitian. Apabila korelasi antar variabel penelitian bernilai lebih dari 0,8, maka terdapat multikolinearitas. Seperti yang ditunjukkan pada Tabel 5, tidak terdapat korelasi antar variabel yang lebih dari 0,8.

Dengan demikian, tidak terdapat multikolinearitas dalam data penelitian.

#### Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas menggunakan *Modified Wald test*. Nilai Prob > Chi2 kurang dari

(5%) sehingga hipotesis nol yang menyatakan tidak terdapat heteroskedastisitas ditolak (Tabel 6). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa terdapat heteroskedastisitas pada kedua model.

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Korelasi**

	Q	MBR	CASH	LEV	SIZE	CAPEX
Q	1,000					
MBR	0,452	1,000				
CASH	0,257	0,030	1,000			
LEV	-0,231	-0,020	-0,040	1,000		
SIZE	-0,332	-0,273	-0,020	0,470	1,000	
CAPEX	0,032	0,021	-0,013	-0,042	0,014	1,000

#### Uji Autokorelasi

*Wooldridge test* digunakan untuk menguji ada tidaknya autokorelasi. Tabel 6 memperlihatkan bahwa nilai Prob > F untuk kedua model lebih dari (5%) sehingga hipotesis nol yang menyatakan

tidak ada autokorelasi diterima. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada kedua model.

**Tabel 6**  
**Hasil *Modified Wald test* dan *Wooldridge test***

Model	<i>Modified Wald test</i>	<i>Wooldridge test</i>
	Prob > Chi2	Prob > F
Model 1	0,000	0,053
Model 2	0,000	0,061

Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa tidak ada multikolinearitas dan autokorelasi, namun mengandung masalah heteroskedastisitas. Untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas, penelitian ini menerapkan *Generalized Least Square (GLS)* pada model *Fixed Effect* (Wooldridge, 2010:312).

#### 4.4 Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis penelitian disajikan pada Tabel 7. Metode estimasi *Fixed Effect* dengan GLS diaplikasikan untuk Model 1 dan 2. Kolom dua dan tiga adalah hasil estimasi dari Model 1 serta kolom empat dan lima adalah hasil

estimasi dari Model 2. Pada kolom dua dan empat, *Tobin's Q* (Q) digunakan sebagai variabel dependen. Pada kolom tiga dan lima, *market-to-book-ratio* (MBR) digunakan sebagai variabel dependen. Nilai *t-statistics* berada dalam tanda kurung. \*\*\*, \*\*, dan \* menunjukkan signifikansi pada tingkat 1%, 5%, dan 10% secara berurutan.



**Tabel 7**  
**Hasil Estimasi *Fixed Effect* dengan GLS**

Model 1			Model 2	
	Q	MBR	Q	MBR
CASH	0,672*** (4,562)	0,327*** (2,745)	0,523*** (4,126)	0,728*** (3,154)
LEV	0,021** (2,357)	0,214*** (6,453)	0,013** (2,324)	0,301*** (6,534)
SIZE	-0,230 (-0,452)	-0,425** (-2,320)	-0,230 (-0,448)	-0,424 (-0,298)
CAPEX	0,482*** (4,364)	0,641*** (3,554)	0,745*** (4,356)	0,763*** (3,602)
CASH <sup>2</sup>			0,114 (0,553)	-1,241*** (-3,211)
R <sup>2</sup>	0,421	0,305	0,420	0,306

Seperti yang dapat dilihat dari hasil estimasi untuk Model 1, terdapat hubungan positif antara *cash holding* dan nilai perusahaan. Koefisien CASH bernilai positif dan signifikan pada tingkat 1%. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan yang memegang kas lebih banyak memiliki nilai perusahaan yang lebih besar. Stabilitas koefisien estimasi di antara proksi yang berbeda untuk nilai perusahaan menunjukkan ketangguhan (*robustness*) dari hasil penelitian. Hasil penelitian memperlihatkan bahwa keuntungan memegang kas lebih banyak melebihi kerugiannya. Perusahaan-perusahaan yang memegang kas lebih banyak dapat mengambil peluang untuk investasi yang menguntungkan, yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, tingkat *cash holding* yang lebih tinggi menjadi tanda untuk kebutuhan investasi modal di masa mendatang, yang juga akan menambah nilai perusahaan.

Untuk variabel kontrol, LEV dan CAPEX memiliki koefisien positif yang signifikan, baik pada tingkat 1% maupun 5%. SIZE hanya berpengaruh negatif signifikan pada tingkat 5% untuk nilai perusahaan yang diproksikan dengan *market-to-book-ratio*.

Untuk hasil estimasi Model 2, hasil sangat berbeda ditunjukkan oleh dua proksi nilai

perusahaan. Ketika *Tobin's Q* digunakan sebagai variabel dependen, hasil penelitian menunjukkan adanya tidak hubungan *convex* antara *cash holding* dan nilai perusahaan. Namun, ketika MBR digunakan, hasil penelitian mengindikasikan adanya hubungan *concave*. Hal ini nampak dari koefisien CASH2 untuk *Tobin's Q* yang tidak signifikan. Oleh karena itu, penelitian ini tidak dapat menyimpulkan bahwa terdapat hubungan kuadratik antara *cash holding* dan nilai perusahaan pada sampel perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian ini mendukung temuan Cao dan Chen (2014) di China.

R<sup>2</sup> untuk Model 1 dengan *Tobin's Q* dan MBR sebagai variabel dependen masing-masing sebesar 42,1% dan 30,5%. Artinya, variabel-variabel independen mampu menjelaskan variasi variabel dependen yaitu nilai perusahaan sebesar 42,1% untuk proksi *Tobin's Q* dan 30,5% untuk proksi MBR. Untuk Model 2, R<sup>2</sup> dengan *Tobin's Q* dan MBR sebagai variabel dependen masing-masing sebesar 42% dan 30,6%. Variabel-variabel independen mampu menjelaskan variasi variabel dependen yaitu nilai perusahaan sebesar 42% untuk proksi *Tobin's Q* dan 30,6% untuk proksi MBR. Hasil R<sup>2</sup> ini menunjukkan bahwa kedua model memiliki nilai R<sup>2</sup> yang sedikit berbeda.

Secara keseluruhan, hasil estimasi menunjukkan bahwa terdapat hubungan linear antara *cash holding* dan nilai perusahaan untuk perusahaan manufaktur di Indonesia. *Cash holding* berhubungan positif terhadap nilai perusahaan. Peningkatan *cash holding* secara konstan akan meningkatkan nilai perusahaan dan tidak terdapat tingkat kas optimal untuk perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil penelitian ini serupa dengan hasil penelitian Cao dan Chen (2014) di China.

Alasan yang mungkin dapat disampaikan untuk hasil penelitian ini adalah ketidakefisienan pasar keuangan Indonesia, dimana terdapat kendala keuangan bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia untuk memperoleh pendanaan eksternal di pasar keuangan. Sebagai konsekuensinya, perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak selalu dapat mendanai proyek-proyek investasinya dengan *net present value* (NPV) positif. Hal ini membuat kas lebih bernilai bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat dan Pakistan, dan ini juga merupakan alasan mengapa perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung memegang kas lebih banyak daripada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat dan Pakistan. Selain itu, kepemilikan perusahaan-perusahaan di Indonesia lebih terkonsentrasi, pemegang saham mayoritas dapat memiliki kontrol yang lebih pada perusahaan. Masalah keagenan yang timbul karena tingkat *cash holding* yang tinggi akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung teori *pecking order* yang menyatakan bahwa *cash holding* berhubungan positif dengan nilai perusahaan. Peningkatan *cash holding* akan secara konstan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori *trade-off* karena tidak ditemukannya hubungan kuadrat antara *cash holding* dan nilai perusahaan sehingga tidak ditemukan adanya tingkat kas optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Dari sisi teori keagenan, peningkatan *cash holding* dapat

memicu adanya masalah keagenan yang berdampak pada nilai perusahaan.

## 5. Kesimpulan, Keterbatasan, dan Saran

### Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada bagian sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa *cash holding* menunjukkan hubungan linear dengan nilai perusahaan. Semakin tinggi tingkat kas yang dipegang oleh perusahaan, maka semakin tinggi pula nilai perusahaannya, dan sebaliknya. Dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur di Indonesia, hubungan kuadrat antara *cash holding* dan nilai perusahaan tidak dapat diverifikasi. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur di Indonesia tidak menunjukkan tingkat kas optimal dimana pada titik ini, manfaat memegang kas dapat menutup konsekuensi memegang kas sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Temuan ini mendukung teori *pecking order*. Hasil penelitian ini serupa dengan Cao dan Chen (2014).

### Keterbatasan

Penelitian ini mempunyai dua keterbatasan yang dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan untuk penelitian selanjutnya sehingga diperoleh hasil penelitian yang lebih komprehensif. Pertama, hasil penelitian ini hanya menggambarkan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kedua, perhitungan nilai aset perusahaan tidak disesuaikan dengan tingkat inflasi.

### Saran-Saran

Keterbatasan Hasil penelitian ini dapat menjadi saran bagi perusahaan, investor, dan penelitian selanjutnya. Perusahaan sebaiknya menjaga tingkat kasnya karena *cash holding* berhubungan linear dengan nilai perusahaan. Semakin tinggi *cash holding*, maka semakin tinggi nilai perusahaan, dan sebaliknya. Investor dapat mengidentifikasi nilai perusahaan melalui

kebijakan *cash holding*-nya. Terdapat dua saran yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya agar memberikan hasil penelitian yang lebih komprehensif. Pertama, penelitian selanjutnya dapat menggunakan perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode yang lebih panjang. Kedua, penelitian berikutnya dapat dilakukan dengan melakukan penyesuaian nilai aset perusahaan dengan tingkat inflasi.

### Daftar Pustaka

- Attig, N., Ghoual, S. E., & Guedhami, O. (2009). Do multiple large shareholders play a corporate governance role: Evidence from East Asia. *Journal of Financial Research*, 32(4), 395-422.
- Azmat, Q. (2014). Firm value and optimal cash level: Evidence from Pakistan. *International Journal of Emerging Markets*, 9(4), 488-504.
- Cao, L., & Chen, C. (2014). Corporate cash holdings and firm value: Evidence from Chinese industrial market. *Unpublished Working Paper. Simon Fraser University*.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, Decisions, and Firm Value. *Journal of Finance*, 427-465.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70-79.
- Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of Financial Management, thirteenth edition*. England: Prentice Hall.
- Husnan, S. (2006). *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- José, L. S., Iturralde, T., & Maseda, A. (2008). Treasury management versus cash management. *International Research Journal of Finance and Economics*, 19(1), 192-204.
- Kim, C., Mauer, D., & Sherman, A. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359.
- Martinez-Sola, C., Garcia-Teruel, P. J., & Martinez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
- McConnell, J. J., & Muscarella, C. J. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics*, 14, 399-422.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividend to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Saddour, K. (2006). The determinants and the value of cash holdings: Evidence from French firms. *Unpublished Working Paper. Dulphine University Paris*.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data, second edition*. Massachusetts: MIT Press Cambridge.

