

Determinan *Cash Holdings* Perusahaan: Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Rahmat Setiawan

Adyanto Budi Rachmansyah

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga

Email: rahmatsetiawan@feb.unair.ac.id

adyanto.budi.rachmansyah-2017@feb.unair.ac.id

Abstrak. *There is an increased in firm's awareness of the importance of firm's liquidity level to avoid financial distress after global crisis in 2008. Liquidity is the company's ability in paying their liabilities due using their liquid asset that owned by firms such as cash and cash equivalent. Aim of this study is to test empirically the determinants of corporate cash holdings in Indonesia. A sample of 97 Indonesian manufacturing firms listed on Indonesia Stock Exchange (IDX) for a period of 6 years (from 2011-2016) was selected. This study used ordinary least square regression research design. The results of this study show that firm size, profitability, dividend payment, capital expenditure, and cash flow have a significant effect to the corporate cash holdings of Indonesian manufacturing firms. This study gives contribution to the literature on the firm characteristic variables that determine the corporate cash holdings on Indonesian manufacturing firms. The results may be useful for decision-making for the financial managers, financial management consultants, and investors.*

Keywords: *Leverage, Firm Size, Profitability, Capital Expenditure, Dividend Payment, Cash Flow, Cash Holding*

Pendahuluan

Kondisi ekonomi negara berkembang di Asia Tenggara selalu dipengaruhi oleh kondisi global ekonomi. Krisis ekonomi pada negara seperti Amerika Serikat akan memberikan efek pada negara lain dan juga membuat mereka mengalami kondisi ketidakstabilan ekonomi. Kondisi ini dapat dilihat pada krisis global tahun 2008 yang juga berdampak serius terhadap

Indonesia sebagai negara berkembang. Perubahan tingkat inflasi Indonesia pada tahun 2008 hingga 2009 adalah 18,15%, yang dikategorikan sebagai tingkat dampak yang cukup serius. Kondisi ini tentu membuat perusahaan harus lebih sadar akan pentingnya tingkat likuiditas untuk kondisi ketidakstabilan ekonomi yang ada. Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban

mereka karena kas dan setara kas mereka (Brigham dan Ehrhardt, 2011).

Kas dan setara kas adalah aset likuid yang dapat dianggap sebagai darah dari perusahaan saat melakukan operasi rutinnya. Dapat dikatakan bahwa salah satu cara efektif perusahaan untuk meminimalkan tingkat risiko likuiditas adalah dengan cara mengelola jumlah kas yang dipegang oleh perusahaan. Besarnya kas yang disimpan atau tersedia di perusahaan untuk investasi dalam aset tetap dan juga untuk didistribusikan kepada investor dalam bentuk dividen disebut *cash holdings* (Gill and Shah, 2012). Dengan demikian, memegang uang tunai merupakan saldo kas oleh perusahaan untuk keperluan tindakan pencegahan, transaksi, dan spekulasi (Baker dan Powell, 2005). Kepemilikan kas dapat dihitung sebagai total kas dan setara kas dibandingkan dengan total aset yang dimiliki oleh perusahaan (Opler *et al.*, 1999; Al-Najjar, 2013; Gill, 2012).

Ada berbagai pendapat tentang *cash holdings* perusahaan, bahwa perusahaan membutuhkannya untuk mengatasi *financial distress*, dan dapat mendukung pendanaan eksternal. Hal ini didukung oleh Ferreira dan Vilela (2004) menyatakan *cash holdings* perusahaan

dapat mengurangi kemungkinan terjadinya *financial distress* atas kerugian yang tidak terduga. Tingkat kas menunjukkan posisi yang baik bahwa uang tunai dapat diarahkan langsung ke rencana investasi, meskipun sulit untuk mendapatkan dana. Kondisi ekonomi pada negara yang termasuk *emerging market* sangat bergejolak, sehingga penelitian tentang alasan perusahaan untuk menyimpan lebih banyak uang tunai dan faktor-faktor potensial yang secara empiris jelaskan yang dapat mempengaruhi kebijakan dana tunai perlu dilakukan secara berkala dan berkesinambungan. Ini menjelaskan asumsi di perusahaan-perusahaan negara berkembang memiliki akses pendanaan yang lebih sulit dikarenakan mereka memiliki kondisi pasar modal yang tidak sempurna.

Perusahaan yang memiliki perkembangan institusional yang lambat (yaitu pasar saham, bank, dan lembaga keuangan lainnya) memungkinkan mereka untuk menggunakan kegiatan keuangan yang konservatif (North, 2005). Aktivitas konservatif sangat berbeda dari apa yang dilakukan oleh perusahaan pada umumnya, misalnya manufaktur dan jasa. Oleh karena itu, perusahaan non-keuangan dapat digunakan sebagai

perusahaan yang dapat mewakili sampel yang digunakan untuk melihat memegang uang tunai yang dimiliki oleh perusahaan.

Ada tiga teori yang mendasari tentang likuiditas perusahaan, yaitu *trade-off*, *pecking-order*, dan *agency theory*. Teori *trade-off* memprediksi likuiditas perusahaan yang optimal dapat diperoleh dengan cara perusahaan yang menyeimbangkan antara biaya marjinal likuiditas perusahaan dan biaya marjinal saat terjadi kurangnya likuiditas perusahaan (Keynes 1936). Teori *pecking order* menyatakan bahwa pendanaan internal lebih disukai dibandingkan pendanaan eksternal untuk mendanai investasi baru karena informasi asimetris antara manajer dan investor. Perusahaan mengumpulkan uang tunai dan membayar utang ketika mereka memiliki surplus dalam pendanaan internal. Ketika perusahaan tidak memiliki pendanaan internal, perusahaan akan menggunakan uang tunai diikuti dengan penerbitan utang dan akhirnya penerbitan ekuitas untuk membiayai investasi baru. Teori agensi menunjukkan bahwa manajemen cenderung menyimpan uang tunai untuk memperoleh *discretionary power*, sehingga tidak ada likuiditas perusahaan yang optimal (Jensen 1986).

Terdapat tiga teori yang memprediksi hubungan antara likuiditas perusahaan dan determinannya tidak saling eksklusif, sulit untuk memberikan bukti yang mendukung satu teori di atas yang lain dengan jelas berdasarkan pada tanda arah koefisien pada beberapa variabel spesifik perusahaan (Kim *et al.*, 1998; Opler *et al.*, 1999). Terlepas dari hasil yang beragam, literatur yang tersedia memberikan bukti yang hampir tak terbantahkan yang mendukung keberadaan likuiditas perusahaan yang optimal.

Dalam konteks Indonesia, perusahaan manufaktur dijadikan sampel mengingat bahwa industri manufaktur merupakan industri terbesar yang dapat dijadikan representasi atas perusahaan yang terdaftar di BEI. Terdapat fenomena tentang *cash holdings*, menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI untuk periode 2011-2016 memiliki tingkat kas yang bervariasi, mulai dari 0,0004% hingga 125,27% dari total aset mereka. Variasi tinggi dari jumlah kas yang mereka miliki di Indonesia merupakan isu yang menarik untuk dieksplorasi lebih lanjut secara empiris dalam penelitian ini.

Beberapa pertanyaan yang telah menarik perhatian para peneliti dalam

beberapa tahun terakhir, termasuk Indonesia adalah: Berapa tingkat optimal memegang uang tunai oleh perusahaan manufaktur di Indonesia, apa faktor penentu potensial dari tingkat yang bervariasi atas sejumlah kas yang dipegang oleh perusahaan manufaktur di Indonesia, dan apa faktor penentu setiap industri di perusahaan non-pembiayaan di Indonesia?

Opler *et al.* (1999), Ozkan dan Ozkan (2004), Ferreira Vilela (2004), dan Al-Najjar dan Belghitar (2011) secara empiris menguji teori trade-off dari perspektif kas menggunakan leverage, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan. Faktor keuangan lainnya digunakan sebagai penentu kepemilikan kas oleh peneliti sebelumnya untuk mencerminkan teori pecking order. Al-Najjar dan Belghitar (2011) menggunakan leverage dan profitabilitas sebagai variabel keuangan yang menggambarkan keputusan untuk menyimpan uang tunai. Ferreira dan Vilela (2004) menggunakan ukuran, *capital expenditure* dan arus kas untuk menganalisis teori pecking order secara empiris.

Berbagai penelitian telah dilakukan di berbagai negara dan periode yang berbeda dengan hasil yang berbeda mengenai pengaruh variabel yang diduga

mempengaruhi kepemilikan kas. Ukuran (ukuran perusahaan) memiliki efek negatif pada tingkat kas yang dimiliki oleh perusahaan (Ferreira dan Vilela, 2004; Bigelli dan Vidal, 2009; Faulkender, 2002; Gill dan Shah, 2012). Pernyataan ini bertentangan dengan hasil penelitian oleh Alnajjar (2013) dan Kim *et al.* (2011). Leverage variabel negatif mempengaruhi *cash holdings* perusahaan (Arfan, 2017; Al-Najjar, 2013; Wasiuzzaman, 2014; Ferreira dan Vilela, 2004; Ozkan dan Ozkan, 2014). Di samping itu, beberapa peneliti menunjukkan hasil positif antara leverage dan kepemilikan kas (Faulkender, 2002; Gill dan Shah, 2012).

Faktor penentu lainnya, peningkatan profit menyebabkan lebih sedikit kas yang dipegang oleh perusahaan (Al-Najjar, 2013). Berbeda dengan hasil penelitian Arfan (2017), semakin tinggi profitabilitas, perusahaan akan memegang lebih banyak uang. Pembayaran dividen juga merupakan variabel penentu yang menunjukkan arah yang tidak konsisten dalam menjelaskan kepemilikan kas. Al-Najjar (2013), Ferreira dan Vilela (2004) mendukung adanya pembayaran dividen dapat mengurangi tingkat kas yang dimiliki oleh perusahaan. Tetapi berbeda dengan Wasiuzzaman (2014) dan Kim *et al.* (2011) yang menyatakan pembayaran

dividen akan membuat perusahaan memiliki lebih banyak uang tunai dalam periode tersebut. Pengeluaran modal akan mempengaruhi tingkat kas yang dimiliki oleh perusahaan (Arfan, 2017; Wasiuzzaman, 2014; Ferreira dan Vilela, 2004). Jumlah arus kas juga akan menyediakan tingkat kas yang tersedia di perusahaan-perusahaan besar (Ozkan dan Ozkan, 2014; Gill dan Shah, 2012).

Membandingkan hasil studi sebelumnya tentang memegang uang tunai yang telah dilakukan di berbagai negara, baik negara berkembang dan negara maju membuktikan bahwa penelitian di berbagai negara memiliki tingkat memegang uang tunai yang berbeda-beda. Hal ini dapat dikatakan bahwa terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan manajemen kerja perusahaan. Karena mengidentifikasi semua faktor ini tidak praktis, penelitian ini akan berfokus pada faktor-faktor karakteristik penting perusahaan (yaitu, ukuran, leverage, profitabilitas, pembayaran dividen, *capital expenditure*, dan arus kas) yang dihipotesiskan untuk mempengaruhi holding tunai dari perusahaan industri di Indonesia.

Tinjauan Pustaka

Cash Holdings

Kas sering disebut sebagai aset yang tidak menghasilkan. Kas diperlukan untuk menjaga likuiditas perusahaan, seperti: membayar pekerja, membeli bahan baku, membayar utang dan bunga, dll. (Sudana, 2015: 240). Ferreira dan Vilela (2004) menyatakan bahwa memegang uang tunai berfungsi untuk mengurangi kemungkinan *financial distress* karena kerugian yang tidak terduga. Besarnya tingkat persediaan kas sebenarnya lebih baik jika perusahaan mengarahkan sumber daya ke rencana investasi, bahkan jika perusahaan mengalami kesulitan untuk mendapatkan dana eksternal.

Menurut Sudana (2015: 240) bahwa tujuan dari manajemen kas perusahaan adalah untuk menjaga saldo kas yang cukup untuk melakukan kegiatan bisnis secara normal. Karakteristik perusahaan dan manajemen adalah hal yang menentukan apakah ukuran saldo kas sudah dianggap cukup. Terdapat beberapa motivasi atau alasan bagi perusahaan untuk memegang sejumlah uang tunai. Motif transaksi, perusahaan memegang uang tunai untuk memenuhi kebutuhan terkait dengan transaksi yang dilakukan perusahaan, hal yang berhubungan dengan kegiatan operasional perusahaan, misal: membeli bahan baku, membayar

upah atau gaji karyawan, membayar bunga, membayar dividen, membayar pajak, dan lainnya. Selanjutnya yaitu motif spekulasi, uang tunai untuk spekulasi diperlukan untuk mengambil keuntungan dari peluang bisnis yang dapat menguntungkan, misal tingkat suku bunga yang menarik, keuntungan atas terjadinya perubahan pada nilai tukar mata uang, dan banyak lagi. Motif pencegahan, perusahaan memegang uang tunai dengan tujuan untuk mengamankan kegiatan perusahaan terhadap ketidakpastian, misal kemungkinan terjadinya bencana alam, dan banyak lagi. Karena nilai dari sekuritas pasar uang seperti SBI yang relatif stabil, sehingga perusahaan tidak harus memiliki jumlah kas yang cukup besar untuk tujuan pencegahan, tetapi hanya berinvestasi dalam sekuritas pasar uang yang likuid. Yang terakhir yaitu motif keseimbangan kompensasi adalah salah satu alasan bagi perusahaan untuk memegang uang tunai. Perusahaan memiliki sejumlah saldo kas tertentu di bank dalam bentuk rekening giro, sebagai kompensasi atas layanan yang diberikan oleh bank kepada perusahaan.

Karena diasumsikan kondisi pasar modal yang sempurna, dapat dikatakan bahwa semua perusahaan memiliki hak untuk meminjam pada tingkat yang sama,

sehingga tingkat kepemilikan kas yang dimiliki oleh perusahaan menjadi tidak relevan. Tetapi ketika asumsi kondisi pasar modal tidak sempurna dan menyebabkan biaya transaksi, biaya agensi, dan informasi asimetris, tingkat kepemilikan kas yang digunakan oleh perusahaan dapat dijelaskan oleh tiga model teoritis yang menjadi ciri keputusan perusahaan pemegang kas. Tiga teori model meliputi: teori *trade-off*, *pecking order*, dan *free cash flow/agency*.

Teori *trade-off* mengatakan perusahaan menentukan tingkat optimal dari kepemilikan kas-nya dengan membebaskan biaya marjinal dan keuntungan marjinal dari kepemilikan kas. Asumsi bahwa manajer ingin memaksimalkan kekayaan dari para pemegang saham, menyimpan kas tentu akan menanggung "*cost of carry*". Hal ini terkait dengan selisih antara penghasilan dari menyimpan uang tunai dan bunga yang akan dibayarkan perusahaan untuk mendapatkan uang tambahan (Dittmar, Mahrt-Smith, & Servaes, 2003). Ada beberapa manfaat yang terkait dengan memegang uang tunai. Pertama, menyimpan sejumlah kas mengurangi kemungkinan *financial distress* karena bertindak sebagai cadangan keamanan untuk mengatasi kerugian tiba-tiba atau

kendala pada penggalangan dana eksternal. Kedua, menyimpan sejumlah kas membuat mungkin kebijakan investasi yang optimal bahkan jika kondisi *financial distress* terjadi. Akhirnya, menyimpan sejumlah kas memberikan kontribusi dalam usaha minimalisasi biaya pengumpulan dana eksternal atau untuk usaha melikuidasi aset yang ada karena bertindak seperti penyangga antara sumber daya perusahaan dan penggunaan dana. Teori *trade off* adalah mencari tingkat *cash holdings* yang secara optimal dengan membandingkan biaya peluang dan manfaat marjinal.

Myers dan Majluf (1984) teori *pecking order* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil langsung dari profitabilitas, besarnya permintaan investasi, serta kebijakan pembayaran yang tergantung pada seberapa mahal untuk memasuki pasar modal. Myers (1984) menyarankan perusahaan seperti pendanaan eksternal menggunakan utang daripada menerbitkan ekuitas, karena utang memiliki biaya informasi yang lebih sedikit daripada pendanaan ekuitas. Uang tunai dapat dilihat sebagai hasil dari perbedaan dalam pendanaan dan keputusan investasi yang diajukan oleh pola pendanaan hierarki (Dittmar *et al.*,

2003). Menurut teori *pecking order*, uang tunai menjadi tersedia bagi perusahaan saat profit yang diperoleh mereka melebihi kebutuhan investasinya. Ketika terdapat kelebihan uang tunai dan perusahaan yakin tentang keuntungan investasi, kelebihan tersebut akan dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Myers dan Majluf (1984) mengasumsikan bahwa tidak terdapat tingkat kas optimal tetapi kas memiliki peran yang lebih penting sebagai penyangga antara kebutuhan investasi dan laba yang ditahan. Teori *Pecking Order* menjelaskan hierarki pendanaan yang meminimalisir biaya terkait yang muncul akibat pembiayaan eksternal, karena penerbitan ekuitas baru bagi perusahaan sangatlah mahal karena informasi asimetris. Dalam teori ini, pendanaan internal sebagai prioritas teratas, selanjutnya yaitu utang berisiko rendah, meninggalkan ekuitas sebagai upaya pendanaan terakhir (Myers dan Majluf, 1984).

Jensen (1986), teori agensi mengatakan bahwa manajer di perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah memiliki kecenderungan mempertahankan uang tunai daripada membayar dividen. Teori agensi memegang dua hipotesis, *free cash flow*

dan hipotesis pengurangan risiko. Hipotesis *free cash flow*, sejumlah kas yang dipegang dianggap sebagai *free cash flow* karena uang tunai dapat disalahgunakan oleh manajer untuk memenuhi kepentingan pribadi mereka dengan mengorbankan kepentingan para pemegang saham, yang memperburuk konflik kepentingan antara kedua belah pihak. Seorang manajer memiliki insentif dan inisiatif untuk menentukan jumlah kas untuk meningkatkan sejumlah aset yang dapat dikuasai oleh manajer. Peningkatan aset yang dapat dikendalikan oleh perusahaan ini menghasilkan manajer yang memiliki kekuasaan diskresi yang lebih besar atas perusahaan serta keputusan investasinya (Jensen, 1986). Hipotesis *risk-reduction* menyatakan bahwa sejumlah kas yang dimiliki perusahaan sebagai suatu investasi *risk free* dan karena manajer yang menghindari risiko akan meningkatkan jumlah kas yang dipegang oleh perusahaan dengan tujuan untuk mengurangi paparan risiko perusahaan agar dapat memberikan risiko positif proyek NPV. Opler *et al.*, (1999) dalam penelitiannya menggunakan kepemilikan manajerial untuk memeriksa kebenaran teori agensi tetapi gagal menemukan bukti empiris untuk mendukung teori tersebut

dalam penelitiannya. Mereka menemukan faktor penentu kepemilikan kas tertentu, yaitu peluang investasi dan informasi asimetris kurang signifikan saat negara memiliki perlindungan investor yang lemah dan perusahaan akan memiliki lebih banyak uang saat akses dana lebih mudah. Semakin tinggi masalah keagenan di suatu negara, maka juga akan semakin tinggi kepemilikan kas di perusahaan.

Ukuran Perusahaan

Dalam teori *trade-off*, perusahaan kecil akan memiliki tingkat kepemilikan kas yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan besar. Ozkan dan Ozkan (2004) menyatakan bahwa jika ukuran perusahaan dikatakan sebagai *proxy* untuk informasi asimetris yang mencerminkan biaya untuk memperoleh pendanaan dari luar, maka hubungan ukuran perusahaan dengan kepemilikan kas adalah negatif. Bigelli dan Vidal (2009) berpendapat perusahaan yang lebih besar akan mampu memperoleh pendanaan yang lebih murah dengan cara yang lebih mudah. Selebihnya, meningkatkan kepemilikan kas dengan menjual aset non-inti ketika mengalami kesulitan keuangan. Ferreira dan Vilela (2004) menemukan hubungan negatif antara ukuran dengan *cash holdings*

perusahaan. Tetapi, jika ukuran perusahaan dilihat sebagai indeks untuk kesulitan keuangan, perusahaan kecil lebih memungkinkan akan dilikuidasi jika mereka mengalami kesulitan keuangan. Maka perusahaan kecil diharapkan memiliki relatif lebih banyak uang tunai untuk menghindari kesulitan keuangan. Di sisi lain, teori pecking order memprediksi pengaruh antara ukuran dan kepemilikan kas adalah positif karena perusahaan besar mempunyai kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan kecil dan harus memiliki kepemilikan kas yang lebih besar (Al-Najjar, 2013; Kim *et al.*, 2011).

Al-Najjar (2013) menjelaskan perusahaan besar memiliki kinerja yang lebih baik, sehingga ada lebih banyak uang tunai yang dapat dipegang oleh perusahaan. Hasil mendukung teori pecking order, teori agensi dan searah dengan penelitian Kim *et al.* (2011). Namun dalam penelitian Opler, *et al.* (1999) di AS menyatakan ukuran perusahaan tidak berpengaruh pada memegang uang tunai. Selain itu, penelitian oleh Horioka dan Hagiwara (2014) di Asia menyatakan ukuran perusahaan tidak berdampak signifikan terhadap kas yang dimiliki perusahaan.

Fereira dan Vilela (2004) mengatakan ukuran perusahaan akan berdampak negatif terhadap kepemilikan uang tunai. Mereka mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran lebih besar tentu memiliki akses lebih mudah ke pinjaman. Oleh karena itu, perusahaan besar tidak perlu menyimpan terlalu banyak uang tunai untuk mengurangi risiko kebangkrutan, karena mereka memiliki akses ke dana dari eksternal lebih mudah. Hasil penelitian ini sesuai dengan mayoritas hasil penelitian lain yaitu menyatakan ukuran perusahaan menunjukkan efek negatif pada kepemilikan kas (Bigelli dan Vidal, 2009; Faulkender, 2002; Armajit Gill, 2012).

Leverage

Leverage adalah kemampuan perusahaan dalam menggunakan asetnya dan dana berbiaya tetap untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Masalah leverage akan selalu dihadapi oleh perusahaan, terutama saat perusahaan menanggung berbagai biaya. Selain itu, leverage dapat memperbesar risiko atau pengembalian yang diperoleh oleh perusahaan. Perusahaan dapat menggunakan pinjaman sebagai pengganti untuk menabung tunai karena leverage dapat digunakan sebagai *proxy*

untuk kemampuan perusahaan untuk menerbitkan utang. Biaya modal yang digunakan untuk investasi dalam likuiditas meningkat seiring dengan rasio peningkatan pendanaan utang, yang akan menyiratkan pengurangan dalam *cash holdings* dengan peningkatan leverage (Islam, 2012). Perusahaan ter-leverage akan cenderung memegang kas yang lebih sedikit karena kemungkinan tekanan keuangan yang lebih tinggi (Al-Najjar, 2013). Di sisi lain Ferreira dan Vilela (2004) menyatakan perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi akan cenderung tidak menyimpan uang tunai mereka, karena mereka biasanya lebih diawasi oleh pihak kreditur daripada perusahaan yang memiliki tingkat utang yang relatif lebih kecil.

Penelitian Ozkan dan Ozkan (2004) pada perusahaan Inggris, menyebutkan bahwa terdapat hubungan negatif antara leverage dan kepemilikan kas, perusahaan yang memiliki rasio utang yang tinggi cenderung memiliki posisi kas yang rendah sesuai dengan teori *trade off*. Disisi lain, tingginya tingkat leverage merupakan ukuran kemampuan perusahaan untuk menerbitkan utang. Ferreira dan Vilela (2004) menyatakan perusahaan dengan leverage yang tinggi cenderung mendapatkan pendanaan

eksternal lebih murah dan mudah, yang menyebabkan perusahaan memegang kas yang lebih sedikit.

Teori *pecking order* mengatakan bahwa kas akan dikurangi karena adanya utang, ini bermakna bahwa jumlah uang tunai yang dimiliki oleh perusahaan tidaklah besar. Opler *et al.* (1999) berpendapat kalau perusahaan yang telah memanfaatkan kelebihan uang tunainya, baik untuk membayar utang atau untuk mengumpulkan uang tunai dan meskipun perusahaan mungkin telah menentukan target tingkat utang, tingkat kas masih sesuai dengan teori *pecking order*. Teori *free cash flow* memprediksi adanya pengaruh negatif antara leverage dan kepemilikan kas, karena perusahaan dengan leverage rendah tunduk pada rendahnya pengawasan eksternal dan karena itu menyebabkan lebih banyak kebijaksanaan manajerial. Sebagian besar penelitian menunjukkan bahwa ada hubungan negatif antara leverage terhadap kepemilikan kas (Arfan, 2017; Al-Najjar, 2013; Wasiuzzaman, 2014; Ferreira dan Vilela, 2004; Ozkan dan Ozkan 2014).

Profitabilitas

Hierarki pendanaan, kas adalah hasil dari kegiatan pendanaan dan

investasi. Jadi, perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan lebih tinggi akan dapat membayar dividen, obligasi hutang. Perusahaan yang memiliki laba lebih sedikit akan menyimpan lebih sedikit kas dan menggunakan utang untuk mendanai proyek-proyek mereka. Ini karena perusahaan akan menghindari penerbitan ekuitas karena biaya penerbitan sangat tinggi (Ferreira dan Vilela, 2004). Arfan (2017) juga menyatakan bahwa ada pengaruh positif antara profitabilitas dan tingkat kepemilikan kas perusahaan. Di sisi lain, penelitian Al-Najjar (2013) menyatakan bahwa perusahaan akan menyimpan lebih sedikit kas ketika keuntungan perusahaan besar, ini berlaku dalam konteks pasar negara berkembang. Pertimbangan biaya yang dikeluarkan saat menerbitkan ekuitas lebih menjadi pertimbangan bagi masing-masing perusahaan, sehingga perusahaan yang memiliki laba lebih besar akan menyediakan sejumlah uang tunai sehingga dapat mengurangi biaya yang timbul karena penerbitan ekuitas baru.

Arfan (2017) juga menyatakan bahwa ada pengaruh positif antara profitabilitas dan tingkat kepemilikan kas perusahaan. Di sisi lain, penelitian Al-Najjar (2013) menyatakan bahwa perusahaan akan menyimpan lebih sedikit

kas ketika keuntungan perusahaan besar, ini berlaku dalam konteks pasar negara berkembang. Pertimbangan biaya yang dikeluarkan saat menerbitkan ekuitas lebih menjadi pertimbangan bagi masing-masing perusahaan, sehingga perusahaan yang memiliki laba lebih besar akan memberikan sejumlah kas sehingga dapat mengurangi biaya yang timbul akibat penerbitan ekuitas baru.

Pembayaran Dividen

Teori *trade-off* menjelaskan bahwa pengaruh antara *dividend payment* dan kepemilikan kas adalah negatif, sebab akses ke pasar modal lebih baik saat perusahaan banyak berinvestasi melalui pembayaran dividen. Ferreira dan Vilela (2004) mengatakan bahwa perusahaan yang membayarkan dividen akan cenderung menyimpan lebih sedikit uang. Untuk bertahan hidup, perusahaan yang tidak membayar dividen akan memiliki lebih banyak uang tunai. Opler *et al.*, (1999) menjelaskan jika suatu perusahaan memiliki aset likuid yang rendah, hal ini dapat diatasi dengan mengurangi investasi atau pembayaran dividen, atau dengan tambahan dana eksternal melalui penerbitan sekuritas atau penjualan aset. Ozkan dan Ozkan (2004) menyatakan bahwa perusahaan yang saat ini

membayar dividen akan memegang sejumlah kas yang rendah karena perusahaan yang mendistribusikan dividen, memperoleh dana ketika diperlukan dengan cara mengurangi dividen sebagai substitusi uang tunai.

Ada argumen lain bahwa membayar dividen tunai menghasilkan efek negatif pada kepemilikan kas perusahaan karena membayar dividen dapat meningkatkan dana yang tersedia karena mereka tidak membayar dividen (Opler *et al.*, 1999; Ferreira dan Vilela, 2004). Sejalan dengan hasil penelitian yang menyatakan hubungan negatif antara pembayaran dividen dengan perusahaan pemegang kas (Al-Najjar, 2013). Hasil penelitian ini menyatakan bahwa dividen yang dibayarkan akan mengurangi jumlah kas yang tersedia, karena dividen dan kas adalah pilihan alternatif untuk laba bersih perusahaan.

Teori *pecking order*, di sisi lain menunjukkan hubungan positif antara pembayaran dividen dan kepemilikan kas, karena perusahaan membutuhkan uang tunai untuk tambahan untuk membiayai investasi mereka setelah membayar dividen. Ada penelitian yang menunjukkan hubungan positif antara pembayaran dividen dan kepemilikan kas (Wasiuzzaman, 2014; Kim *et al.*, 2011).

Berbagai penelitian telah meneliti hubungan antara pembayaran dividen tunai dan kecenderungan perusahaan untuk menciptakan kepemilikan kas. Ozkan dan Ozkan (2004) berpendapat bahwa ketakutan perusahaan untuk memiliki kekurangan uang tunai dan tidak dapat membayar dividen tunai yang dijanjikan untuk membuat perusahaan yang membayar dividen juga akan menyimpan lebih banyak uang. Penelitian lain juga membuktikan pengaruh negatif antara pembayaran dividen dengan perusahaan pemegang kas (Wasiuzzaman, 2014; Kim *et al.*, 2011).

Ozkan dan Ozkan (2004) berargumen bahwa perusahaan membayarkan dividen dapat menyimpan lebih banyak uang dibandingkan dengan mereka yang tidak menghindari kehabisan uang tunai untuk mendukung pembayaran dividen mereka. Jika terjadi kekurangan uang tunai, perusahaan mungkin perlu mengurangi pembayaran dividen atau mengumpulkan uang tunai untuk menutupnya. Perusahaan dengan arus kas yang tinggi cenderung memegang sebagian besarnya dalam bentuk kas untuk membiayai investasi baru (Wasiuzzaman, 2014). Dapat juga bahwa perusahaan mengubah arus kas menjadi bentuk kas untuk bersiaga dari kekurangan kas pada

masa depan dalam arus kas operasi atau untuk men-*support* pembayaran dividen karena pengurangan pembayaran dividen dapat diartikan sebagai sinyal yang negatif ke pasar (Ozkan dan Ozkan, 2004). Kami percaya di Indonesia sebagai negara berkembang, teori *pecking order* lebih relevan untuk menggambarkan kondisi bahwa financial distress lebih dipertimbangkan.

Capital Expenditure

Capital Expenditure (capex) adalah biaya modal dalam bentuk investasi bentuk aset, aset-aset ini berjangka waktu panjang. Aset yang dimaksud termasuk pabrik, peralatan, dan properti. Jumlah uang yang digunakan tidak langsung ditulis dalam laporan laba rugi, melainkan tercantum dalam laporan arus kas. Modal yang diinvestasikan akan terdepresiasi melalui laporan laba rugi untuk periode-periode tertentu.

Menurut teori *pecking-order*, ada hubungan negatif antara *capital expenditure* dan kepemilikan kas karena *capital expenditure* dianggap sebagai arus kas keluar. Teori lain adalah bahwa *trade-off* mengatakan bahwa ada hubungan positif antara *capital expenditure* dan kepemilikan kas karena asumsi bahwa perusahaan-perusahaan dengan *capital*

expenditure yang tinggi akan memiliki jumlah uang tunai yang cukup untuk menjadi penjaga bagi biaya transaksi yang terkait dengan modal luar dan peluang biaya.

Menurut Bates *et al.* (2009) *capital expenditure* akan meningkatkan besarnya kapasitas utang perusahaan, sehingga mengurangi kepemilikan kas karena *capex* dapat menciptakan aset baru sebagai jaminan atas utang untuk perusahaan, aset ini juga dapat meningkatkan kapasitas utang dan menurunkan kebutuhan akan kas perusahaan. Ferreira dan Vilela (2004) juga menyatakan bahwa jika *capex* perusahaan semakin rendah, maka kapasitas hutang perusahaan juga akan menjadi semakin rendah dan *cash holdings* perusahaan semakin besar. Berbagai penelitian juga menunjukkan hasil yang mendukung teori *pecking order*, hubungan negatif antara *capital expenditure* dan kepemilikan kas perusahaan (Ferreira dan Vilela, 2004; Wasiuzzaman, 2014; Arfan, 2017). Dengan *capital expenditure* yang lebih kecil, kapasitas utang perusahaan akan lebih rendah sehingga perusahaan akan memiliki jumlah uang tunai yang lebih besar.

Arus Kas

Arus kas adalah jumlah keluar masuk kas perusahaan yang timbul akibat kegiatan operasional perusahaan. Setiap kegiatan operasional perusahaan membutuhkan sejumlah uang tunai, oleh karena itu jumlah kepemilikan kas terkait dengan arus kas yang tersedia di perusahaan. *Cash inflow* lebih besar dari *cash outflow* menggambarkan besarnya arus kas bersih positif dan sebaliknya. Arus kas bersih yang positif menyebabkan perusahaan tidak bergantung pada pihak eksternal yang menyebabkan jumlah uang tunai yang dimiliki oleh perusahaan, begitu juga sebaliknya. Horioka dan Hagiwara (2014) menyatakan bahwa arus kas yang tersedia di perusahaan cenderung ditransfer dalam bentuk aset cair dibandingkan dengan modal fisik atau distribusi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Berdasarkan teori *trade-off*, arus kas diasumsikan sebagai sumber likuiditas dan dapat menjadi pengganti uang tunai.

Opler *et al.* (1999) menyatakan bahwa perusahaan yang merasakan peningkatan arus kas akan menahan sebagian dari pendapatannya, meningkatkan kepemilikan kas yang dapat digunakan sebagai dana investasi ketika perusahaan mengalami kesulitan.

Horioka dan Hagiwara (2014) menyatakan bahwa arus kas yang tersedia di perusahaan cenderung ditransfer dalam bentuk aset cair dibandingkan dengan modal fisik atau distribusi kepada para pemilik dalam bentuk dividen. Hal ini sejalan dengan Ferreira dan Vilela (2004) dan Ozkan dan Ozkan (2004) menunjukkan pengaruh yang positif antara arus kas dan kepemilikan kas. Berdasarkan teori *trade-off*, arus kas diasumsikan sebagai sumber likuiditas dan dapat menjadi pengganti uang tunai. Ini berarti semakin tinggi arus kas, semakin tinggi jumlah kas yang dimiliki.

Hipotesis

Berdasarkan kajian empiris yang telah diuraikan diatas, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

- H₁: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *cash holdings* perusahaan
- H₂: Leverage perusahaan berpengaruh negatif terhadap *cash holdings* perusahaan
- H₃: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *cash holdings* perusahaan
- H₄: Pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap *cash holdings* perusahaan

H₅: *Capital expenditure* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings* perusahaan

H₆: Arus kas berpengaruh positif terhadap *cash holdings* perusahaan

Metode Penelitian

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang beroperasi dalam bidang manufaktur, kami menggunakan data sekunder dari perusahaan non-manufaktur yang terdaftar di BEI. Penelitian ini juga menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2011-2016 dengan *unbalanced data*; dan laporan keuangan yang dilaporkan menggunakan mata uang Rupiah Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini menggunakan analisis model regresi berganda sebagai data penampang untuk 2011-2016. Bentuk umum dari model regresi panel kami adalah sebagai berikut:

$$CASH_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 DIVP_{it} + \beta_5 CAPEX_{it} + \beta_6 CF_{it}$$

Analisis menggunakan *cash holdings* sebagai proxy tingkat likuiditas

perusahaan. *Cash holdings* (CASH) adalah rasio antara jumlah kas dan setara kas dan total aset (Opler et al., 1999). Ukuran perusahaan (SIZE) diukur oleh Ln dari total aset (Ferreira dan Vilela, 2004). Leverage (LEV) dapat diukur dengan rasio rasio antara total utang dan total aset yang dimiliki oleh perusahaan (Arfan et al., 2017). Profitabilitas perusahaan (PROF) diukur dengan rasio rasio laba bersih setelah pajak atau laba bersih terhadap total aset perusahaan (Arfan et al., 2017). Pembayaran dividen dinyatakan sebagai variabel dummy, untuk melihat apakah perusahaan membayar dividen atau tidak. Perusahaan yang membayar dividen tunai akan diberikan kode 1, dan 0 sebaliknya (Ferreira dan Vilela, 2004; Gill dan Shah, 2012). Pengukuran belanja modal (CAPEX) dapat dilakukan dengan rasio rasio kekayaan bersih, pabrik, dan peralatan terhadap total aset perusahaan (Arfan et al., 2017). Arus kas (CF) di sini pengukuran menggunakan laba sebelum pajak dan depresiasi total aset yang telah dikurangi dengan kas dan setara kas (Gill dan Shah, 2012).

Hasil dan Pembahasan Statistik Deskriptif

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variables	N	Min	Max	Mean	Std. Dev
CASH	581	0,00	1,25	0,11	0,13
SIZE	581	24,41	33,20	27,99	1,57
LEV	581	0,04	4,58	0,49	0,37
PROF	581	-0,67	0,93	0,06	0,11
DIVP	581	0	1	0,54	0,49
CAPEX	581	0,00	2,81	0,36	0,22
CF	581	-11,80	4,77	0,39	0,61

Sumber: Data Sekunder Diolah

Statistik deskriptif disajikan pada tabel 1. Nilai rata-rata dan maksimum dari *cash holdings* adalah 0,11 dan 1,25. Variabel-variabel determinan yang diuji dalam modal memiliki nilai range antara min dan max yang cukup besar pada variabel LEV, CAPEX, dan CF jika dibandingkan dengan nilai rata-ratanya.

Tabel 2. Matriks Korelasi

	SZ	LEV	PROF	DIV	CAPEX	CF
SZ	1	0,028	0,217	0,397	0,201	-0,077
LEV		1	0,092	-0,207	0,244	-0,317
PROF			1	0,435	0,023	-0,149
DIV				1	-0,065	-0,039
CAPEX					1	-0,37
CF						1

Sumber: Data Sekunder Diolah

Tabel 2 menyajikan tabel korelasi antar seluruh variabel independen yang digunakan dalam model. Seluruh variabel independen digunakan untuk menguji pengaruhnya terhadap *cash holdings* tidak memiliki korelasi antar variabelnya, semua hubungan

antar variabel menunjukkan angka yang rendah dan di bawah 0,8.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi

Variabel	B	t value	Sig t
Constant	0,422***	4,477	0,000
SZ	-0,011***	-3,288	0,001
LEV	-0,014	-0,997	0,319
PROF	0,357***	7,173	0,000
DIVP	0,060***	5,051	0,000
CAPEX	-0,080***	-3,273	0,001
CF	-0,024***	-2,710	0,007
R	: 0,470		
R ²	: 0,221		
F Hitung	: 27,133***		
Sig F	: 0,000		

Sumber: Data Sekunder Diolah

Keterangan: * signifikan pada 10% level
** signifikan pada 5% level
*** signifikan pada 1% level

Tabel 2 menyajikan hasil regresi linear berganda menggunakan SPSS 24 dari model penelitian untuk menguji pengaruh variabel-variabel yang diduga berpengaruh terhadap *cash holdings* perusahaan. Besarnya koefisien constant dalam model regresi menunjukkan bahwa *cash holdings* dipengaruhi oleh faktor lain selain determinan dalam model sebesar 0,422 yang merupakan pengaruh positif. Hal ini berarti terdapat faktor lain tersebut mempengaruhi besarnya *cash holdings* perusahaan sebesar 0,422.

Hasil pada tabel 3 menunjukkan hubungan negatif signifikan ukuran perusahaan terhadap *cash holdings* perusahaan. Hal ini sesuai hipotesis 1 bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan terhadap *cash holdings*. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *trade-off* antar hubungan variabel ini, sejalan dengan Bigelli dan Vidal (2009), Faulkender (2002),

Armajit Gill (2012). Berarti perusahaan yang lebih besar akan memiliki *cash holdings* lebih kecil karena perusahaan yang lebih besar mendapatkan akses pendanaan utang lebih mudah, sehingga perusahaan lebih memaksimalkan keuntungan pajak yang diperoleh atas penggunaan utang, dan mengurangi jumlah kas yang dipegang.

Selanjutnya untuk variabel leverage mengindikasikan tidak ada pengaruh terhadap *cash holdings* perusahaan. Hal ini berarti tidak sesuai dengan hipotesis penelitian. Variabel leverage tidak memiliki pengaruh terhadap besarnya *cash holdings* perusahaan manufaktur Indonesia pada periode penelitian.

Pada tabel 3 menunjukkan hubungan positif signifikan antara profitabilitas terhadap *cash holdings* perusahaan. Hasil ini sesuai dengan hipotesis 3 bahwa terdapat pengaruh positif antara profitabilitas terhadap *cash holdings* (Ferreira dan Vilela, 2004; Arfan, 2017). Hal ini mendukung teori *pecking-order* dalam hubungan antara profitabilitas dan *cash holdings*. Dimana perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi menandakan keuangan perusahaan dalam kondisi baik, sehingga akan meminjam lebih sedikit, dan kas yang tersedia juga akan lebih banyak untuk menghindari biaya penerbitan ekuitas baru.

Hubungan antara pembayaran dividen menunjukkan hubungan positif signifikan terhadap *cash holdings* perusahaan yang mendukung teori *pecking order*, ditunjukkan

pada Tabel 3. Hasil pengujian ini sesuai dengan hipotesis 4 penelitian bahwa terdapat pengaruh positif antara pembayaran dividen dengan tingkat kas yang dimiliki perusahaan. Sejalan dengan penelitian Wasiuzzaman (2014) dan Kim *et al.* (2011) yang menunjukkan bahwa terdapat dampak positif antara pembayaran dividen terhadap tingkat kas yang dimiliki perusahaan. Perusahaan akan menyimpan kas yang lebih tinggi untuk memenuhi pembiayaan investasinya setelah membayarkan sejumlah dividen kas.

Selanjutnya juga ditemukan bukti bahwa belanja modal memiliki dampak negatif signifikan pada *cash holdings* perusahaan yang mendukung *pecking order*. Hal ini berarti menerima hipotesis 5 dan sejalan dengan penelitian Ferreira dan Vilela, (2004), Wasiuzzaman (2014), dan Arfan (2017). Selain capital expenditure dianggap sebagai arus kas keluar, perusahaan yang melakukan belanja modal berupa aset tetap tentu akan meningkatkan kapasitas mereka untuk memperoleh pendanaan yang tentu akan memperkecil kebutuhan mereka akan sejumlah kas perusahaan.

Variabel arus kas menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings* perusahaan pada Tabel 3. Tapi arah hubungan variabel tidak sejalan dengan hipotesis 6 penelitian yang telah disusun. Hasil penelitian ini berlawanan dengan Horioka dan Hagiwara (2014) menyatakan bahwa arus kas yang tersedia di perusahaan cenderung ditransfer dalam bentuk aset cair

dibandingkan dengan modal fisik atau distribusi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Maka arus kas yang tersedia di perusahaan mungkin dibelanjakan menjadi bentuk modal fisik atau didistribusikan untuk para pemilik dalam bentuk dividen.

Kesimpulan

Kesadaran perusahaan akan pentingnya untuk menjaga dan menetapkan tingkat likuiditas perusahaan dengan tingkat *cash holdings* yang ditetapkan oleh masing-masing perusahaan. Kebijakan untuk menetapkan tingkat *cash holdings* perlu guna menghadapi berbagai risiko yang mungkin terjadi terutama risiko *financial distress*. *Cash holdings* dapat digunakan sebagai pelindung untuk menghadapi risiko kebangkrutan perusahaan, namun *cash holdings* yang dianggap berlebih akan menyebabkan berbagai macam biaya yang dapat merugikan perusahaan, sehingga perusahaan harus memahami apa saja yang dapat mempengaruhi besar kecilnya *cash holdings* perusahaan.

Berdasarkan hasil ini ditemukan bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas, pembayaran dividen, *capital expenditure*, dan arus kas menjadi determinan yang mempengaruhi tingkat kas dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan dengan ukuran lebih besar akan memiliki *cash holdings* lebih kecil karena perusahaan yang lebih besar mendapatkan akses pendanaan utang lebih mudah, sehingga perusahaan lebih memaksimalkan keuntungan pajak yang

diperoleh atas penggunaan utang, dan mengurangi jumlah kas yang dipegang. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi menandakan keuangan perusahaan dalam kondisi baik, sehingga akan meminjam lebih sedikit, dan kas yang tersedia juga akan lebih banyak untuk menghindari biaya penerbitan ekuitas baru. Variabel pembayaran dividen menjelaskan bahwa perusahaan akan menyimpan kas yang lebih besar untuk memenuhi pembiayaan investasinya setelah membayarkan sejumlah dividen kas. *capital expenditure* dianggap sebagai arus kas keluar, perusahaan yang melakukan belanja modal berupa aset tetap tentu akan meningkatkan kapasitas mereka untuk memperoleh pendanaan yang tentu akan memperkecil kebutuhan mereka akan sejumlah kas perusahaan. Sedangkan untuk variabel arus kas yang tersedia di perusahaan mungkin dibelanjakan menjadi bentuk modal fisik atau didistribusikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen, sehingga jumlah *cash holdings* akan menjadi lebih kecil.

Daftar Pustaka

- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22, Hal. 77-88.
- Al-Najjar, B., dan Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: evidence from simultaneous analysis. *Managerial and Decision Economics*, 32(4), Hal. 231-241.

- Arfan, M., Majid, M. S. A., dan Dianah, A. (2017). Determinants of cash holding of listed manufacturing companies in the Indonesian stock exchange. *DLSU Business & Economics Review*, 26(2), Hal. 1-12.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5).
- Bhamara, I.L., Fisher, A.J., dan Khuehn, L.A. (2011). Monetary policy and corporate default. *Journal of Monetary Economics*, 58(5), Hal. 480-494.
- Bigelli, M., dan Vidal, F. J. S. (2012). Cash holding in private firms. *Journal of Banking & Finance*, 36, Hal. 26-35.
- Boubakri, N., El-Ghoul, S., dan Saffar, W. (2013). Cash holdings of politically connected firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 23, Hal. 338-355.
- Brigham, F.E., dan Ehrhardt, M. C. (2011). *Financial Management: Theory and Practical* (13 ed.). New York: Wiley Finance.
- Chen *et al.* (2015). National culture and corporate cash holdings around the world. *Journal of Banking and Finance*, 50, Hal. 1-18.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., dan Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), Hal. 111-133.
- Faulkender, M. (2002). Cash holdings among small businesses. *Draft*
- Fernandes, N., Gonenc, H. (2016). Multinationals and cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, doi: 10.1016/j.jcorpfin.2016.06.003
- Ferreira, M. A., dan Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), Hal. 295-319.
- Ghozali, Imam. (2001). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gill, A., dan Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), Hal. 70-79.
- Gujarati, D. N., dan Porter, D. C. (2015). *Dasar-Dasar Ekonometrika* (5 ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Horioka, C. Y., dan Hagiwara A. T. (2014). Corporate cash holding in Asia. *Asian Economic Journal*, 28(4), Hal. 323-345.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, Hal. 323-329.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. *Harcourt Brace and World*. New York, NY.
- Kim, C. S., Mauer, D.C., dan Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 33, Hal. 335-359.
- Kim, J., Kim, H., dan Woods, D. (2011). Determinants of corporate cash-holding levels: an empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30, Hal. 568-574.
- 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, Hal. 187-221.

- North, D. (2005). *Understanding the process of economic change*. Princeton University Press.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., dan Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, Hal. 3-46.
- Ozkan, A., dan Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28, Hal. 2103-2134.
- Sudana, I Made. (2015). *Teori & Praktik Manajemen Keuangan perusahaan* (2 ed.). Jakarta: Erlangga.
- Wasiuzzaman, S. (2014). Analysis of corporate cash holdings of firms in Malaysia. *Journal of Asia Business Studies*, 8(2), Hal. 118-135.