

PENGARUH *CASH HOLDINGS* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Albertus Bayu

Aditya Septiani¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

ABSTRACT

This research investigates the relationship between firm value and cash holdings. Firm value in this research represent the perception of investors about firm profitability which measured by Tobin's Q and MV/TA. The population in this research includes all manufacture firms listed on the Bursa Efek Indonesia (BEI) over the period 2011- 2013. The samples conducted by purposive sampling method. Total 75 firms is obtained. Data are analyzed by data panel regression technique. Result shows that manufacture firm in Indonesia doesn't apply optimal cash holdings. This research support the pecking order theory that report there is no optimal cash holdings. Firm's cash holdings in the end of period would just be the residual of firm operating activities.

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

PENDAHULUAN

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

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

Penelitian ini menjadi penting untuk dilakukan mengingat sampai tahun 2014, tercatat banyak perusahaan yang mengalami krisis finansial baik di Indonesia maupun di seluruh dunia. Banyak diantara krisis yang terjadi dipicu atau diperparah oleh gagalnya perusahaan menjaga likuiditasnya. Contoh perusahaan di Indonesia yang mengalami masalah likuiditas karena tidak bisa memenuhi kewajiban finansial yang harus segera dipenuhi yaitu PT. Merpati Nusantara Airlines dan Bank Century. Menurut Jinkar (2013), krisis yang terjadi di Indonesia dan seluruh dunia berawal dari krisis finansial di Amerika pada tahun 2008 yang berdampak ke seluruh dunia dan mengubah pandangan perusahaan-perusahaan akan pentingnya menjaga likuiditas. Muncul tren dimana perusahaan-perusahaan cenderung menjadi lebih konservatif dan berusaha meminimalisasi risiko likuiditas salah satunya dengan menjaga tingkat *cash holdings*.

¹ Corresponding author

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

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

Berdasarkan teori *trade-off*, motif utama perusahaan memiliki *cash holdings* adalah untuk berjaga-jaga (Azmat, 2014). Apabila perusahaan memiliki *cash holdings*, maka perusahaan tidak perlu melikuidasi atau menjual asetnya untuk membiayai investasi yang menguntungkan. Selain itu memiliki *cash holdings* juga dapat menghindarkan perusahaan dari *financial distress* akibat kewajiban finansial yang mengikat. Berdasarkan hal di atas, perusahaan perlu memiliki *cash holdings* dalam jumlah yang optimal (Saddour, 2006). Usaha perusahaan untuk menjaga kas yang ada di dalam perusahaan agar jangan sampai mengalami kelebihan atau kekurangan dalam melakukan aktivitas perusahaan disebut optimasi kas atau optimalisasi kas (Purwati, 2012).

Myers dan Majluf (dalam Saddour, 2006) menjelaskan bahwa menurut teori *pecking order* tidak ada *optimal cash holdings*. Tingkat saldo kas hanyalah hasil dari keputusan keuangan dan investasi. Perusahaan yang menganut teori *pecking order* mendanai investasinya terutama dengan dana internal, apabila dana internal tidak cukup barulah mereka melakukan pinjaman atau menerbitkan surat berharga. Sedangkan saat arus kas operasional perusahaan tinggi perusahaan menggunakannya untuk mendanai investasi yang menguntungkan, membayar liabilitas atau kewajiban, membayar dividen, dan akhirnya mengisi saldo kas (Azmat, 2014).

Optimal Cash Holdings Antara Nilai Perusahaan dan Cash Holdings

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

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

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

Optimal Cash Holdings dan Nilai Perusahaan

Penelitian Martinez- Sola et al. (dalam Azmat, 2014) mendukung penelitian Kim et al. (1998) dan Opler et al. (1999) menyatakan keberadaan dari *optimal cash holdings* yang memaksimalkan nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Martinez-Sola et al. (dalam Azmat, 2014) yang meneliti perusahaan industrial di Amerika Serikat pada tahun 2001- 2007 menyatakan bahwa tingkat *optimal cash holdings* adalah sekitar 14% dari total aset. Pada titik optimal tersebut para investor memiliki persepsi yang baik terhadap profitabilitas dan kelangsungan hidup perusahaan (*going concern*) (Atniati, 2013), maka dengan persepsi investor yang baik tersebut meningkatkan nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Dari pengembangan hipotesis di atas dirumuskan pula hipotesis penelitian yang kedua, yaitu:

H_2 : Optimal cash holdings berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Deviasi *Optimal Cash Holding* dan Nilai Perusahaan

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

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

H_3 : Deviasi *optimal cash holdings* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Nilai perusahaan sebagai variabel dependen pada penelitian ini mengikuti metode yang digunakan oleh Azmat (2014) yaitu menggunakan Tobin's Q dan MV/TA. *Cash holdings* sebagai variabel independen dihitung dengan cara menghitung rasio kas. Pengukuran rasio kas yang digunakan pada penelitian ini mengikuti penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Kim et al. (1998) yaitu dengan cara membandingkan kas dan setara kas pada total aset. Terdapat tiga variabel kontrol yang digunakan yaitu *Firm size*, diukur dengan cara mencari log dari total aset. *Leverage*, diukur dengan cara total liabilitas dibagi total aset. Pengeluaran Modal (*capital expenditure*), diukur dengan cara membandingkan total pengeluaran modal (aset tetap tahun $t +$ depresiasi aset tetap tahun $t -$ aset tetap tahun $t-1$) pada total aset.

Populasi Dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2011- 2013. Penentuan sampel menggunakan metode purposive sampling, yaitu pemilihan sampel yang sesuai dengan kriteria. Kriteria penentuan sampel yang dapat dimasukkan ke dalam penelitian ini yaitu: Perusahaan manufaktur sebagai bagian dari perusahaan non-finansial dengan kata lain menghilangkan semua perusahaan finansial. Hal ini dilakukan karena perusahaan finansial memegang saldo kas untuk motif yang berbeda dari perusahaan lain (Pinkowitz *et al.*, 2003; Drobetz dan Gruninger, 2007). Penelitian juga menghilangkan perusahaan yang sedang mengalami financial distress. Perusahaan digolongkan sedang mengalami finansial distress saat angka yang ditunjukkan pada total ekuitas adalah negatif. Perusahaan yang menggunakan kurs rupiah dalam laporan keuangan dan laporan tahunannya. Hal ini dilakukan untuk menghindari bias karena nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing bersifat fluktuatif. Perusahaan yang menyediakan semua data yang dibutuhkan untuk penelitian.

Metode Analisis

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

Terdapat 3 model persamaan yang digunakan adalah:

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

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

Keterangan:

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

$\beta_1 Cash_{it}$: Rasio Kas diukur dengan cara membandingkan kas dan setara kas pada total aset.

$\beta_2 Cash^2_{it}$: Rasio Kas (kuadrat)

$\beta_3 Size_{it}$: *Firm Size*, diukur dengan cara mencari log dari total aset.

$\beta_4 Leverage_{it}$: *Leverage*, diukur dengan cara total liabilitas dibagi total aset.

$\beta_5 Capex_{it}$: *Capital Expenditure*, diukur dengan cara membandingkan total pengeluaran modal (aset tetap tahun t + depresiasi aset tetap tahun t – aset tetap tahun t-1) pada total aset.

e : Standar Error

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

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

Keterangan:

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

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

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

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

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

e : Standar Error

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

$$V_{it} = \beta_0 V_{it-1} + \beta_1 Deviation_{it} + \beta_2 interaction\ term_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Leverage_{it} + \beta_5 Capex_{it} + e$$

Keterangan:

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

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

$\beta_2 interaction\ term_{it}$: *dummy* dari nilai residual (1). Nilai 1 untuk nilai positif (*positive value*) dan 0 untuk nilai negatif (*negative value*)

$\beta_3 Size_{it}$: *Firm Size*, diukur dengan cara mencari log dari total aset.

$\beta_4 Leverage_{it}$: *Leverage*, diukur dengan cara total liabilitas dibagi total aset.

$\beta_5 Capex_{it}$: *Capital Expenditure*, diukur dengan cara membandingkan total pengeluaran modal (aset tetap tahun t + depresiasi aset tetap tahun t – aset tetap tahun t-1) pada total aset.

e : Standar Error

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

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 1
Statistik Diskriptif

	<i>V</i>	<i>MV_TA</i>	<i>CASH</i>	<i>CASH²</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>CAPEX</i>
Mean	2.059666	1.616320	0.117244	0.029443	28.12371	0.44334	0.027323
Maximum	29.90491	29.71476	0.713069	0.508468	32.99697	0.93499	0.282127
Minimum	0.229982	0.013586	0.001120	1.26E-06	25.04469	0.03723	-0.704287
Std. Dev.	3.130768	3.157416	0.125497	0.058685	1.575829	0.18245	0.092823

Sumber: Data Sekunder yang Diolah, 2015

Keterangan:

- V* : Nilai perusahaan, yang diukur menggunakan persamaan Tobin's Q.
MV_TA : Proksi lain dari nilai perusahaan, yang diukur dengan cara membandingkan nilai pasar perusahaan dan total aset.
CASH : Rasio kas, diukur dengan cara membandingkan kas dan setara kas pada total aset.
CASH² : Rasio kas kuadrat
SIZE : *Firm Size*, diukur dengan cara mencari log dari total aset.
LEV : *Leverage*, diukur dengan cara membandingkan total liabilitas dengan total aset.
CAPEX : *Capital Expenditure*, diukur dengan cara membandingkan total pengeluaran modal (aset tetap tahun t + depresiasi aset tetap tahun t – aset tetap tahun t-1) pada total aset.

Deskripsi Variabel

Berdasarkan tabel 4.1, presentase Nilai Perusahaan (*V*) memiliki nilai minimum 0.22998, dan nilai maksimum mencapai 29.9049. Rata- rata nilai perusahaan yaitu 2.059666 dan standar deviasi sebesar 3.130768. Presentase pengukuran nilai perusahaan dengan proksi *MV/TA* (*MV_TA*) memiliki nilai minimum 0.013586 dan nilai maksimum mencapai 29.71476. Rata- rata nilai perusahaan adalah 1.616320 dan standar deviasi sebesar 3.157416. Dari kondisi tersebut dapat diketahui bahwa rata- rata persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang dikaitkan dengan harga saham lebih dari 1, artinya nilai pasar perusahaan lebih tinggi daripada jumlah aset yang dimiliki perusahaan. Pasar menilai baik perusahaan yang memiliki nilai Tobin's Q yang tinggi.

Presentase rasio kas (*CASH*) memiliki nilai minimum 0.001120 dan nilai maksimum sebesar 0.713069. Rata- rata rasio kas yang dimiliki perusahaan adalah 0.117244 dan standar deviasi sebesar 0.125497. Hal ini menunjukkan bahwa rata- rata saldo kas akhir tahun perusahaan manufaktur di Indonesia adalah 11,72% dari total aset.

Variabel rasio kas kuadrat (*CASH²*) diperoleh dari kuadrat dari rasio kas dari masing-masing perusahaan. Penggunaan *CASH²* tersebut adalah karena pertimbangan efek kuadrat dari rasio kas bagi nilai perusahaan. Presentase rasio kas kuadrat (*CASH²*) memiliki nilai minimum 0.00000126 dan nilai maksimum sebesar 0.508468. Rata- rata dari rasio kas kuadrat adalah 0.029443 dan standar deviasi sebesar 0.058685.

Variabel kontrol ukuran perusahaan (*SIZE*) memiliki nilai minimum 25.04469 dan nilai maksimum sebesar 32.99697. Rata- rata ukuran perusahaan adalah 28.12371 dan standar deviasi sebesar 1.575829.

Presentase leverage (LEV) memiliki nilai minimum 0.037231 dan nilai maksimum sebesar 0.934994. Rata- rata rasio kas yang dimiliki perusahaan adalah 0.443346 dan standar deviasi sebesar 0.182457. Hal ini menunjukkan bahwa rata- rata 44% aset perusahaan manufaktur di Indonesia berasal dari hutang.

Presentase capital expenditure (CAPEX) memiliki nilai minimum -0.704287 dan nilai maksimum sebesar 0.282127. Rata- rata rasio kas yang dimiliki perusahaan adalah 0.027323 dan standar deviasi sebesar 0.092823. Hal ini menunjukkan bahwa rata- rata perusahaan manufaktur di Indonesia menginvestasikan 2,7% asetnya dalam bentuk pengeluaran modal.

Pembahasan Hasil Penelitian

Analisis data penelitian ini menggunakan metode regresi data panel atau Panel Least Square (PLS) untuk menentukan diterima atau ditolaknya hipotesis penelitian. Masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi pada model yang diteliti telah dikoreksi atau diobati dengan metode White diagonal standard errors & covariance yang terdapat pada program EViews. Secara esensi, prosedur White hanya mengoreksi nilai standar error, nilai t, dan nilai p sedangkan besaran koefisien tetap sama sehingga tidak mengubah kesimpulan hasil pengujian hipotesis.

Untuk menguji keberadaan dari *optimal cash holdings* antara nilai perusahaan dan *cash holdings*, apabila koefisien variabel CASH menunjukkan angka positif dan signifikan, koefisien variabel CASH² menunjukkan angka negatif dan signifikan maka hipotesis satu diterima yaitu adanya *optimal cash holdings* antara nilai perusahaan dan *cash holdings*.

Tabel 2
Uji Hipotesis Model I - Proksi I

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C	51.44309	17.60775	2.921616	0.0040
V(-1)	0.358386	0.256873	1.395190	0.1651
CASH	-7.365478	5.733138	-1.284720	0.2010
CASH2	45.51154	11.76960	3.866872	0.0002
SIZE	-1.820167	0.653485	-2.785325	0.0061
LEV	1.921598	1.663921	1.154861	0.2501
CAPEX	-4.530022	3.658054	-1.238369	0.2176

Sumber: Data Sekunder yang Diolah, 2015

Tabel 3
Uji Hipotesis Model I - Proksi II

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
MV_TA(-1)	0.358912	0.255991	1.402052	0.1631
CASH	-7.405925	5.727297	-1.293093	0.1980
CASH2	45.64204	11.78323	3.873474	0.0002
SIZE	-1.803166	0.648074	-2.782348	0.0061
LEV	0.952162	1.677534	0.567596	0.5712
CAPEX	-4.556474	3.655188	-1.246577	0.2146

Sumber: Data Sekunder yang Diolah, 2015

Hasil pengujian hipotesis yang disajikan pada tabel 2 menyatakan bahwa koefisien CASH sebesar $-7,365478$ dan signifikansi $0,2010$. Koefisien $CASH^2$ sebesar $45,51154$ dan signifikansi $0,0002$. Dengan demikian model penelitian dengan proksi Tobin's Q sebagai nilai perusahaan ini tidak mendukung adanya *optimal cash holdings*. Maka hipotesis satu ditolak. Hasil pengujian hipotesis yang disajikan pada tabel 3 menyatakan bahwa koefisien CASH sebesar $-7,405925$ dan signifikansi $0,1980$. Koefisien $CASH^2$ sebesar $45,64204$ dan signifikansi $0,0002$. Dengan demikian model penelitian dengan proksi MV/TA sebagai nilai perusahaan ini juga tidak mendukung adanya *optimal cash holdings*. Maka hipotesis satu ditolak.

Hipotesis satu (H1) menyatakan "Adanya optimal cash holdings antara nilai perusahaan dan cash holdings". Berdasarkan penelitian yang dilakukan terhadap perusahaan manufaktur di Indonesia tahun 2011 - 2013, hipotesis satu (H1) ditolak. Hubungan yang terjadi antara Nilai Perusahaan dengan CASH dan $CASH^2$ yang diteliti berkebalikan dengan keadaan adanya optimal cash level.

Dengan demikian penelitian ini mendukung teori *pecking order* oleh Myers dan Majluf (dalam Azmat, 2014) yang menyatakan bahwa tidak ada tingkat saldo kas yang optimal. Menurut teori *pecking order* saldo kas akhir tahun perusahaan bukanlah jumlah yang dipertahankan atau menjadi target pencapaian manajemen perusahaan karena dianggap sebagai titik optimal, melainkan saldo tersebut hanyalah sisa arus kas operasional perusahaan. Saldo kas akhir tahun menurut teori *pecking order* adalah sisa kas dan setara kas dari pendanaan investasi, pembayaran liabilitas perusahaan, dan pembayaran dividen. Dengan demikian perusahaan manufaktur di Indonesia rawan terhadap konsekuensi excess cash holdings maupun *cash shortfall* karena saldo kas akhir tahun perusahaan yang tidak direncanakan.

Karena hasil analisis data model I tidak memenuhi pra syarat untuk dilakukannya pengujian terhadap model II dan model III, maka pengujian terhadap model II dan model III tidak dapat dilakukan.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Semakin ketatnya dunia usaha terutama di Indonesia membuat manajemen perusahaan dituntut mengambil langkah yang tepat di segala bidang agar perusahaan dapat menghasilkan laba semaksimal mungkin dan dapat memakmurkan pemegang saham. Keputusan apapun yang diambil perusahaan dapat mempengaruhi ekspektasi pemegang saham tentang keberhasilan perusahaan. Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan saldo kas akhir tahun yang optimal (*optimal cash holdings*) pada ekspektasi pemegang saham yaitu nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q dan Proksi MV/TA.

Tuntutan ketepatan penentuan *cash holdings* pada titik optimal yang dipercaya dalam meningkatkan nilai perusahaan rupanya belum diterapkan oleh perusahaan manufaktur di Indonesia. Hal ini terbukti dari hasil regresi data panel yang dilakukan menunjukkan bahwa rasio kas memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dan rasio kas kuadrat memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Padahal, menurut metode yang dikembangkan oleh Martinez Sola, *et al.* (dalam Azmat, 2014) keberadaan *optimal cash holdings* dapat dinyatakan keberadaannya apabila rasio kas memiliki hubungan positif terhadap nilai perusahaan dan rasio kas kuadrat memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Dengan demikian penelitian ini mendukung teori *pecking order* oleh Myers dan Majluf (dalam Azmat, 2014) yang menyatakan bahwa tidak ada tingkat saldo kas yang optimal. Saldo kas akhir tahun (*cash holdings*) yang dimiliki oleh perusahaan merupakan sisa aktivitas operasi perusahaan. Hal ini bertentangan dengan teori *trade-off* yang mendukung adanya *optimal cash holding* yaitu saldo kas yang dipertahankan atau menjadi target manajemen perusahaan karena diyakini pada titik ini saldo kas berada pada titik

optimal dimana manfaat dari memiliki *cash holdings* lebih besar daripada konsekuensi memiliki *cash holdings*. Perusahaan manufaktur di Indonesia rentan dengan konsekuensi atau akibat memiliki *excess cash holdings* yaitu timbulnya konflik agensi dan biaya peluang, sekaligus rentan dengan konsekuensi atau akibat *cash shortfall* yaitu perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Hal ini dapat terjadi sekaligus karena saldo kas dan setara kas akhir tahun perusahaan tidak pasti.

Penelitian ini tidak dapat menguji pengaruh *optimal cash holdings* dan deviasi dari *optimal cash holdings* pada nilai perusahaan karena penelitian model I tidak mendukung adanya *optimal cash holdings* sehingga tidak memenuhi pra syarat untuk menguji model II dan model III untuk menguji hipotesis dua (H2) dan hipotesis tiga (H3).

Penelitian ini memiliki beberapa kelemahan dan keterbatasan. *Pertama*, penelitian ini gagal membuktikan pengaruh rasio kas terhadap nilai perusahaan yang signifikan. *Kedua*, penelitian ini tidak menyertakan laporan tahunan perusahaan terbaru tahun 2014 karena keterbatasan waktu dan sumber daya penelitian.

Atas dasar keterbatasan tersebut, maka disarankan penelitian selanjutnya menggunakan variabel lain untuk diuji pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, misalnya: mekanisme GCG, *growth opportunities*, jenis industri, dan lain- lain.

REFERENSI

- Atniati, D. (2013). Analisis Motif Perusahaan dalam Menentukan Besarnya Cash Holding. *Undergraduate thesis, Duta Wacana Christian University, 2013*.
- Azmat, Q.-u.-a. (2014). *Firm Value And Optimal Cash Level. International Journal of Emerging Markets*, 488-504.
- Christina, Y. T., & Ekawati, E. (2014). *Excess Cash Holdings Dan Kepemilikan Institusional Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. Jurnal Manajemen Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*.
- Darmawati, D., Khomsiyah, & Rahayu, R. G. (2004). Hubungan *Corporate Governance* dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal dan Prosiding SNA - Simposium Nasional Akuntansi*, 7.
- Dewan Standar Akuntansi Keuangan. (2009). *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan Laporan Arus Kas*. Jakarta: Dewan Standar Akuntansi Keuangan Ikatan Akuntan Indonesia.
- Ferreira, M., & Vilela, A. (2010). *Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. European Financial Management, Vol. 10, No. 2, , 295–319*.
- Ghozali, I. (2012). Analisis Multivariate Lanjutan Dengan Program SPSS. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro .
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2013). Analisis Multivariat dan Ekonometrika Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan EVIEWS 8. Semarang: Badan Penerbit - Undip.
- Herawaty, V. (2008). Peran Praktek Corporate Governance Sebagai Moderating Variable. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 10(2), 97-108.
- Huang, H., & Whalley, J. (2008). Baumol–Tobin and the welfare costs of national security border delays. *Economics Letters*, 290–292.
- HUSNAN, S. (2009). Materi Pokok Manajemen Keuangan. Jakarta: Penerbit Universitas Terbuka.
- Imuly, G. (2014). Pengaruh *Cash Conversion Cycle* terhadap *Cash Holdings* Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012. *Undergraduate thesis, Duta Wacana Christian University, 2014*. Retrieved from <http://sinta.ukdw.ac.id>
- Jinkar, R. T. (2013). *Analisa Faktor- Faktor Penentu Kebijakan Cash Holding Perusahaan Manufaktur Di Indonesia*.

- Keown, A., Martin, J., Petty, J., & Scott, D. (n.d.). *Financial Management, Principles and Applications* (10th ed.).
- Martono, & Harjito, A. (2001). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Nikolov, B., & Whited, T. (2011). *Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Structural Model*.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2003). *Do Firms In Countries With Poor Protection Of Investor Rights Hold More Cash? Nber Working Paper Series*.
- PURWATI, M. (2012). Analisis Optimasi Kas Perusahaan.
- SADDOUR, K. (2006). *The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French firms . Cahier de Recherche*.
- Setiyarini , & Lilik Purwanti. (2011). Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba Dan Kinerja Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI). *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Humanika*.
- Wakhidah, S., Rahayu , S., & Topowijono. (2014). Penerapan Analisis Diskriminan Sebagai Alat Untuk Memprediksi Kebangkrutan Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013 . *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)/Vol. 15 No. 1* .