



FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERILAKU CASH HOLDINGS PADA PERUSAHAAN BESAR DAN PERUSAHAAN KECIL

Adhitya Dasha Syafrizaliadhi, Erman Denny Arfianto¹

Email: adhityadasha@gmail.com

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

Cash is the most liquid assets company that serves as a blood company in the moving operating routine. Failure of firms in the face financial distress has focused attention on the importance of cash holdings. The purposes on this study was to identify relationship between cash holdings and leverage, diversified firms, dividend payment, investment opportunities, bank involvement and size, as well as the behavior cash holdings on big firms and small firms in the manufacturing industry.

This study uses secondary data with data derived from sources IDX and listed company on the Indonesia Stock Exchange during 2 years study period in the 2011 and 2012. Sampling used purposive sampling method with the provisions of the company's financial reports published during the study period. This study uses two models with the data analysis using the classical assumption, multiple linier regression analysis, t test, F test, the coefficient of determination and Chow Test to distinguish the behavior on a sample of big firms and small firms.

The result showed that the sample of manufacturing firms found negative relationship between cash holdings and leverage. The positive relationship between cash holdings and diversified firms, investment opportunities, bank involvement, and size, but no relationship between capital expenditure, dividend payment and cash holdings. Finally, there is no differences in the behavior of cash holdings between big firms and small firms.

Keywords : Cash holdings, manufacturing firms, big firms, small firms

PENDAHULUAN

Kas merupakan aset perusahaan paling likuid yang berfungsi sebagai darah perusahaan dalam menggerakkan operasi rutin. Kebijakan perusahaan untuk memegang kas merupakan langkah untuk melindungi perusahaan dari *cash shortfall*. Semakin besar ketidakpastian atau volatilitas dari *cash flow* perusahaan, maka semakin besar kemungkinan terjadinya kekurangan kas operasional yang dapat mengakibatkan *financial distress* sehingga perusahaan terdorong untuk memegang kas dalam jumlah yang lebih besar (Dittmar, 2008).

Keputusan untuk menahan kas secara langsung berhubungan dengan keputusan investasi perusahaan, dimana kemudian tergantung pada fleksibilitas keuangan. Perusahaan-perusahaan bisa menggunakan kas dalam investasi fisik atau keuangan atau mendistribusikan atau pemegang saham yang ada. *Cash holdings* menjadi sangat penting disaat terjadi guncangan negatif pada *cash flows* atau sebuah kumpulan kesempatan investasi. Sebuah perusahaan mengantisipasi *financial constraints* di masa depan akan lebih konservatif dan menahan kas pada saat ini adalah untuk meminimalisasi kemungkinan dampak buruk di masa depan (Kim *et al.*, 1998).

Pada suatu kasus, perusahaan menahan kas bukan karena mereka mempunyai investasi yang spesifik dalam artian bahwa perusahaan menginginkan pembiayaan dengan *cash holdings* tetapi dalam kasus tertentu. Perusahaan melihat kas sebagai senjata strategis yang dapat mereka

¹ Erman Denny Arfianto, SE, MM



gunakan untuk memanfaatkan peluang yang mereka manifestasikan di masa depan. Peluang tersebut mungkin tidak akan pernah terlihat tetapi tetap menjadi alasan untuk perusahaan mengakumulasi kas. Pada faktanya, keuntungan memiliki kas sangat besar adalah ketika kas menjadi sumber daya yang langka dan pasar modal sulit diakses. Di dalam pasar negara berkembang misalnya, perusahaan menahan neraca kas yang sangat besar dan memakai kas selama krisis ekonomi untuk membeli aset dari perusahaan yang mengalami kesulitan pada penawaran harga. Keuntungan untuk menahan kas menjadi lebih kecil pada pasar berkembang tetapi keuntungan itu masih tetap ada (Damodaran, 2006).

Keynes (1936) menunjukkan dua manfaat utama dari *cash holdings* adalah biaya transaksi yang lebih rendah dari tidak adanya kepemilikan aset yang dilikuidasi ketika menghadapi sebuah pembayaran dan sebuah nilai penyangga untuk memenuhi kontinjensi yang tidak terduga. Dengan demikian, perusahaan dapat menghindari situasi dimana perusahaan tersebut harus membuang investasi yang menguntungkan seperti memotong *dividend payment* atau melikuidasi aset-asetnya.

Literatur yang dikembangkan oleh Miller dan Orr (1966) tentang kas yang diterapkan khusus pada perusahaan umumnya adalah *trade-off theory* untuk penentuan tingkat optimal dari *cash holdings*. *Trade-off theory* (Miller dan Orr, 1966) biasanya bertentangan dengan *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984), yang tidak menganggap tingkat kas optimal dan mengharapkan tingkat yang lebih tinggi dari cadangan kas lebih menguntungkan perusahaan ketika *financial slack*. Berdasarkan dua pandangan tersebut, ada beberapa hipotesis lainnya yang berkontribusi terhadap faktor-faktor penentu *cash holdings*. Pada kenyataannya, perusahaan yang terbatas secara finansial, yaitu perusahaan dengan akses yang lebih rendah untuk pendanaan eksternal, harus memiliki kecenderungan menyimpan kas yang tinggi dari arus kas (Almeida *et al.*, 2004) lebih memilih kas untuk menurunkan utang sebagai tingkat yang lebih tinggi dari kebutuhan *hedging* (Acharya, 2007).

Opler *et al.*, (1999) menemukan bukti konsisten dengan *precautionary motive* untuk *cash holdings*. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang kuat, risiko bisnis yang lebih tinggi dan dengan *size* yang lebih kecil menahan *cash* yang lebih besar dari pada perusahaan lain. Perusahaan yang mempunyai akses yang lebih besar ke pasar modal, seperti halnya perusahaan besar dengan *credit rating* mereka, sebagaimana perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung menahan *cash* yang lebih sedikit.

Ferreira dan Vilela (2004) menggunakan sampel dari semua perusahaan negara-negara EMU termasuk Jerman, Perancis, Belanda, Italia, Spanyol, Finlandia, Belgia, Austria, Irlandia, Luxemburg, Yunani dan Portugal yang terdaftar di *Datastream* antara tahun 1987 dan 2000 untuk mempelajari faktor-faktor penentu *cash holdings*, ditemukan bahwa tingkat *cash holdings* positif terkait dengan *investment opportunities* dan *cash flows* tetapi berhubungan negatif dengan jumlah pengganti aset likuid, *size* dan *leverage*. Hal tersebut konsisten dengan teori *trade-off* dan *pecking order* tetapi bertentangan dengan *free cash flow hypothesis*. Mereka tidak menemukan adanya hubungan antara *cash holdings* dan *dividen payment* atau *debt maturities*.

Studi sebelumnya juga menekankan peran penting dari *firm size* terhadap *cash holdings*. Miller dan Orr (1966) menyatakan bahwa skala ekonomi dalam manajemen kas membawa perusahaan besar untuk memegang kas lebih rendah dari perusahaan kecil. *Small firm* biasanya memegang lebih banyak kas karena tingginya biaya dana eksternal. Perusahaan besar dianggap memiliki diversifikasi dari pada perusahaan kecil dan pada gilirannya kurang rentan terhadap biaya kebangkrutan sehingga lebih kecil kemungkinannya untuk persediaan *cash holdings* (Al-Najjar & Belghitar, 2011). Jika ukuran perusahaan adalah proksi untuk *information asymmetry* yang mencerminkan biaya pendanaan eksternal, maka hubungan negatif dengan *cash holdings* harus diharapkan. Namun, jika ukuran perusahaan dipandang sebagai indeks untuk *financial distress*, maka perusahaan-perusahaan kecil lebih mungkin untuk dilikuidasi jika mereka menderita *financial distress*. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan tersebut memegang lebih banyak kas untuk menghindari situasi kesulitan tersebut (Ozkan dan Ozkan, 2004). *Big firms* harus memiliki *information asymmetry* yang rendah antara perusahaan dan pasar, sebagai perusahaan besar umumnya memiliki akses ke perbankan dan struktur keuangan yang lebih kompleks dan lebih mungkin mengalami peningkatan modal yang mudah (Faulkender, 2002).



Private firms secara signifikan memegang kas yang lebih besar dan pengganti kas lebih rendah dari *public firms*. Model *trade-off* teori mendukung temuan dari analisis panel data penentu *cash*, secara signifikan tingginya tingkat kas yang dimiliki oleh perusahaan ditandai dengan ukuran yang lebih kecil, *cash flows* yang berisiko, dan tarif pajak efektif yang rendah. Ketika *private firms* perlu untuk mendapatkan kas dan mengalami kesulitan dalam meningkatkan lebih banyak utang, baik karena mereka secara *financial constrained* atau karena sudah terlalu *leveraged*, mereka mungkin mencoba untuk meningkatkan saldo laba dengan memotong pembayaran dividen. *Private firms* yang membayar dividen cenderung memiliki posisi kas yang lebih, karena kebijakan dividen di *private firms* tidak terpengaruh oleh *agency costs* pada *free cash flows hypothesis* (Bigelli dan Vidal, 2009).

Faulkender (2012) memeriksa friksi *financial distress*, *information asymmetry*, *agency costs* dan pajak serta pengaruh perbedaan *size* dan *ownership structure* pada posisi kas yang diamati dari *small firms*. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa masalah *information asymmetry* dan *financial distress* merupakan peran penting dalam penentuan *cash holdings* untuk *small firms*. Perusahaan-perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi dan lebih banyak melakukan penelitian dan pengembangan (*R&D*) relatif lebih menahan kas, sebagai presentase dari penjualan, dibandingkan perusahaan dengan *leverage* yang rendah atau melakukan sedikit atau bahkan tidak ada kegiatan penelitian (*R&D*). Perusahaan yang merasakan kesulitan dalam meningkatkan kas di masa depan relatif memperbesar *cash holdings* dari pada perusahaan yang tidak mengalami kesulitan dalam meningkatkan kas. Namun, banyak perusahaan tampaknya beroperasi di bawah posisi kas yang optimal karena kesulitan di masa lalu dalam mengakses modal. Secara khusus, perusahaan yang telah tergoyahkan dari penerapan modal serta penanganan kredit perusahaan yang buruk di masa lalu juga memiliki *cash holdings* yang rendah.

Agency costs mempengaruhi laba ditahan oleh perusahaan yang dibuktikan dengan perbedaan presentase dari saldo laba ditahan menjadi kas sebagai presentase *ownership* pada meningkatnya pemegang saham terbesar dan karena ada perbedaan dalam pengukuran antara *owner-managed* dan *non-owner-managed firms*. Pajak juga menentukan peranan dalam *cash holdings*. Perusahaan memahami *information asymmetry* yang lebih besar dan kesulitan yang lebih besar dalam memperoleh modal sehingga posisi kas relatif terhadap penjualan yang lebih tinggi untuk perusahaan besar daripada perusahaan kecil. Perbedaan penting lainnya adalah bahwa *small firms* cenderung untuk memiliki *cash holdings* yang besar sebagai akibat tingginya *leverage* perusahaan kecil tersebut sedangkan *big firms* dengan *leverage* yang tinggi cenderung memiliki *cash holdings* yang rendah. Perbedaan ini konsisten dengan akses kredit yang berbeda. Jika perusahaan besar dapat lebih mudah mendapatkan kas ketika mereka membutuhkannya, maka manfaat marjinal dari *cash holdings* kecil dan lebih baik untuk membayar hutang. Namun, karena *small firms* memiliki kesulitan mengakses kredit, nilai marjinal *cash holdings* lebih besar dari pada manfaat marjinal dari membayar hutang (Faulkender, 2002).

Diversifikasi produk perusahaan juga berperan penting dalam penentu perilaku *cash holdings* pada *small firms* dan *big firms*. Aaker (2001) menyatakan bahwa pengembangan produk baru sangat penting untuk sebagian besar kehidupan organisasi karena untuk beradaptasi dengan lingkungan mereka yang berubah. Diversifikasi adalah sarana dimana perusahaan memperluas dari bisnis intinya ke pasar produk lainnya. Subramaniamet et al., (2011) meneliti apakah suatu perusahaan yang terdiversifikasi atau perusahaan yang terfokus pada satu segmen mempengaruhi *cash holdings*. Hasil temuan mereka dengan memeriksa tiga hipotesis, yaitu *complementary growth*, penjualan aset, dan *influence costs*. Pertama di perusahaan-perusahaan yang terdiversifikasi, jika perusahaan memiliki *cash holdings* untuk kebutuhan pertumbuhan yang potensial, perusahaan diversifikasi akan membutuhkan waktu yang lebih sedikit untuk memenuhi kebutuhan investasi pada titik waktu tertentu. Selain itu, jika ada *internal capital market* yang aktif dalam perusahaan diversifikasi, arus kas dari satu segmen yang tersedia sebagai modal untuk segmen yang lain. Hal ini mengurangi kebutuhan modal eksternal sehingga mengurangi manfaat dari *cash holdings*. Kedua, perusahaan diversifikasi lebih mungkin mengumpulkan dana dengan menjual aset yang cukup besar, terutama aset segmen non-inti dibandingkan perusahaan satu segmen. Oleh karena itu, perusahaan dengan lebih dari satu segmen harus memiliki tingkat kepemilikan kas (*cash holdings*) yang lebih rendah.

Pinkowitz dan Williamson (2001) menyatakan saldo kas perusahaan Jepang dipengaruhi oleh kekuatan monopoli dari bank. Perusahaan dengan *cash holdings* yang tinggi di deposito bank konsisten bahwa bank mendapatkan keuntungan. Oleh karena itu bank-bank Jepang membujuk perusahaan untuk memiliki *cash holdings* yang besar.

Tujuan penelitian ini adalah mengidentifikasi pengaruh *leverage*, *diversified firms*, *dividend payment*, *investment opportunities*, *bank involvement* dan *size* terhadap *cash holdings*, serta perilaku *cash holdings* pada *big firms* dan *small firms* dalam industri manufaktur.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Cash adalah salah satu bagian dari banyak aset yang dewasa ini paling *liquid* dan paling mudah berpindah tangan dalam transaksi. *Cash holdings* atau kepemilikan kas dapat digunakan untuk transaksi seperti untuk pembayaran gaji atau upah, pembelian aktiva tetap, membayar utang, membayar dividend dan transaksi lain yang diperlukan perusahaan. *Cash* adalah sebuah aset yang tidak dapat menghasilkan sebuah “keuntungan”, maksudnya tidak sanggup untuk keuntungan langsung dalam operasional perusahaan. Oleh karena itu, upaya-upaya perlu pemanfaatan manajemen *cash* yang efektif dan efisiensi *cash* yang optimal (Harjito dan Martono, 2005). Keynes (1936) menetapkan tiga motif untuk *cash holdings*. Perusahaan menahan kepemilikan kas untuk motif transaksi, *precaution* terhadap biaya yang tidak diharapkan, dan untuk tujuan spekulatif.

Hubungan *Leverage* terhadap *Cash Holdings*

Berdasarkan teori *trade-off theory*, Ozkan dan Ozkan (2004) dalam investigasi empiris pada perusahaan UK menyatakan ada dukungan kuat bagi hubungan negatif antara *leverage* dan *cash holdings* bahwa perusahaan dengan rasio utang yang lebih tinggi memiliki posisi kas yang lebih rendah. Selain itu, *leverage* yang tinggi adalah proksi untuk kemampuan dari perusahaan untuk menerbitkan utang, perusahaan dapat menggunakan pinjaman sebagai pengganti *cash holdings*. Ferreira dan Vilela (2004) menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang lebih besar memiliki kemampuan untuk mendapatkan pendanaan eksternal lebih mudah dan murah sehingga memungkinkan perusahaan untuk mengurangi jumlah kas yang dipegang.

Demikian pula, *pecking order theory* menganggap kas berkurang terhadap adanya hutang, hal tersebut berarti jumlah kas yang dipegang perusahaan tidak lagi besar.

H_1 : *Leverage berpengaruh negatif terhadap cash holdings*

Hubungan *Diversified Firms* terhadap *Cash Holdings*

Subramaniam *et al.*, (2011) menunjukkan bahwa perusahaan yang terdiversifikasi memiliki *cash holdings* jauh lebih kecil dari pada perusahaan yang terfokus pada satu segmen. Tingkat yang lebih rendah dari *cash holdings* di kalangan perusahaan terdiversifikasi dapat dikaitkan dengan ketersediaan *internal capital market* dalam perusahaan-perusahaan terdiversifikasi sehingga mengurangi manfaat marjinal dalam kepemilikan aset likuid, potensi penjualan aset yang lebih baik dan besarnya *agency costs* dalam perusahaan yang terdiversifikasi. Diversifikasi dapat meningkatkan kapasitas utang, mengurangi kemungkinan kebangkrutan dengan masuk ke produk atau pasar baru (Higgins dan Schall 1975, Lewellen 1971), dan meningkatkan penyebaran aset dan profitabilitas (Teece 1982, Williamson 1975).

Shleifer dan Vishny (1992) menggambarkan penjualan aset sebagai sumber pembiayaan. Sebuah perusahaan dengan aset-aset dapat dengan murah dikonversi menjadi kas sehingga meningkatkan dana dengan biaya yang rendah dengan menjual aset-aset tersebut. Oleh karena itu, mengingat *size* dan keluasan aset yang dimiliki, perusahaan diversifikasi lebih cenderung mengumpulkan dana dengan menjual aset yang cukup besar, terutama *non-core segment* dari pada perusahaan dengan segmen tunggal, yang pada gilirannya mengurangi keperluan untuk *cash holding*. Akibatnya, perusahaan dengan lebih dari satu segmen harus memiliki tingkat lebih rendah dari *cash holding* dibandingkan dengan perusahaan terfokus.

H_2 : *Diversified Firms berpengaruh negatif terhadap cash holdings*

Hubungan *Dividend Payment* terhadap *Cash Holdings*

Berdasarkan *trade-off* teori, hubungan antara pembayaran dividen dan *cash holdings* adalah negatif, karena kemampuan mengakses pasar modal yang baik perusahaan yang berinvestasi

lebih pada pembayaran dividen akan menggunakan sumber dana internal dan perusahaan yang memberikan dividen dapat menukar biaya marjinal *cash holdings* dengan mengurangi pembayaran dividen. Dengan kata lain perusahaan-perusahaan yang mendistribusikan dividen kepada pemegang saham mereka lebih mampu mengumpulkan dana dengan biaya lebih rendah dan bila diperlukan dengan mengurangi pembayaran dividen (Al-Najjar dan Belghitar, 2011). Bates *et al.*, (2009) mendukung temuan Han dan Qiu (2007) bahwa *cash holdings* meningkat pada perusahaan yang tidak membayar dividen bahwa perusahaan-perusahaan yang tidak membayar dividen, memiliki kendala finansial dan memiliki kendala untuk memasuki pasar kredit. Agar tetap bertahan, perusahaan yang tidak membayar dividen akan memegang kas lebih besar. Menurut Opler *et al.*, (1999) jika perusahaan memiliki kekurangan aset likuid, dapat mengatasi kekurangan dengan investasi atau menurunkan pembayaran dividen, atau dengan meningkatkan dana luar melalui penerbitan sekuritas atau penjualan aset. Oleh karena itu, mereka tidak perlu menahan jumlah kas yang besar dan hubungan antara *dividend payment* dan *cash holdings* adalah negatif (Saddour, 2006).

H_3 : *Dividend payment berpengaruh negatif terhadap cash holdings*

Hubungan *Investment Opportunities* terhadap *Cash Holdings*

Agency theory memprediksikan hubungan negatif antara *cash holdings* dan *investment opportunities* dikarenakan dari perspektif *agency*, manajer menanamkan pada perusahaan peluang investasi yang tinggi mungkin menahan kas dan digunakan untuk kepentingan personal (Opler *et al.*, 1999). Disisi lain berdasarkan *trade-off theory*, Opler *et al.*, (1999) menyatakan bahwa perusahaan dengan peluang investasi yang besar mungkin menghadapi biaya yang lebih tinggi pada pembiayaan eksternal disebabkan biaya besar pada *financial distress*. Oleh karena itu, untuk mengurangi *financial distress* perusahaan-perusahaan diharapkan untuk menahan tingkat yang lebih tinggi dari kas untuk alasan pencegahan (*precautionary motive*), sehingga diharapkan *cash holdings* dan *investment opportunities* memiliki hubungan positif. Ferreira dan Vilela (2004) menyatakan berdasarkan *pecking order theory* perusahaan dengan *investment opportunities* diharapkan untuk menahan kas lebih karena kekurangan kas menyiratkan bahwa jika perusahaan yang bergerak dengan pendanaan eksternal yang mahal harus mengorbankan peluang investasi yang menguntungkan. Opler *et al.*, (1999), Ferreira dan Vilela (2004) dan Bates *et al.*, (2009) menemukan bahwa perusahaan dengan *investment opportunities* yang tinggi menahan lebih banyak kas.

H_4 : *Investment opportunities berpengaruh positif terhadap cash holdings*

Hubungan *Capital Expenditure* terhadap *Cash Holdings*

Pecking order theory mengharapkan hubungan antara *capital expenditure* dan *cash holdings* adalah negatif karena *capital expenditure* biasanya dikatakan aliran arus kas yang keluar. *Trade-off* teori sebaliknya mengharapkan hubungan positif karena perusahaan yang memiliki *capital expenditure* yang tinggi akan menahan kas sebagai perlindungan terhadap biaya transaksi terkait dengan modal eksternal dan *opportunity costs* pada sumber daya yang kurang memadai (Daher, 2010). Bates *et al.*, (2009) menyatakan bahwa *capital expenditure* dapat meningkatkan kapasitas utang dan dengan demikian mengurangi *cash holdings* karena *capital expenditure* dapat membantu meningkatkan atau menciptakan aset baru bagi perusahaan dan karena aset-aset ini dapat menjadi jaminan atas utang jika diperlukan, mereka juga dapat meningkatkan kapasitas pinjaman dan melemahkan kebutuhan untuk *cash holdings*. Disisi lain Opler *et al.*, (1999) mengatakan sejalan dengan *trade-off theory*, perusahaan dengan *capital expenditure* yang lebih memiliki aset yang lebih likuid. Akan tetapi, karena *capital expenditure* perusahaan berfungsi sebagai kolateral dalam berutang. Apabila *capital expenditure* perusahaan semakin kecil, maka *debt capacity* perusahaan akan semakin kecil dan perusahaan akan memegang kas dalam jumlah yang lebih besar (Saddour, 2006).

H_5 : *Capital Expenditure berpengaruh negatif terhadap cash holdings*

Hubungan *Bank Involvement* terhadap *Cash Holdings*

Diamond (1984) mengembangkan sebuah model yang menunjukkan bahwa di bawah hubungan yang dekat bank dengan perusahaan, tidak hanya biaya monitoring bank yang akan dikurangi pada titik terendah, tapi solusi utama untuk *agency problem*. Hoshi *et al.*, (1990) menunjukkan bahwa perusahaan dengan ikatan bank yang kuat cenderung untuk berinvestasi. Mereka menyimpulkan bahwa sebuah hubungan utama perbankan juga mengatasi masalah *free rider*. Kaplan dan Minton (1994) menunjukkan bahwa bank melakukan monitoring dan peran disiplin dengan menempatkan anggota perbankan pada dewan perusahaan atau aktif mengelola perusahaan selama masa kesulitan dan kontraksi. Cao *et al.*, (2010) dalam penelitiannya berpendapat bahwa biaya *financial distress* relatif rendah untuk perusahaan-perusahaan Jepang karena peran sistem utama dalam bank Jepang, biaya *financial distress* perusahaan dapat ditransfer ke bank. Weistein dan Yafeh (1998) menunjukkan bahwa bank dengan memusatkan monitoring pada perusahaan dapat membawa distribusi kesejahteraan dari sektor perusahaan manufaktur unit sektor perbankan. Perusahaan yang tidak membagikan dividend dan memiliki *cash holdings* yang di depositokan di bank, maka bank memiliki akses 100% dari *cash holdings* perusahaan. Dengan demikian bank dapat meminjamkan dana kepada perusahaan lain, sehingga kesejahteraan bank meningkat mengingat sumber utama pendapatan bank berasal dari pinjaman. Selain itu, bank dengan kekuatan monopoli mungkin membayar di bawah suku bunga pasar deposito. Petersen dan Rajan (1995) menunjukkan bahwa pembiayaan bank cenderung dapat mengekstraksi langsung hubungan pada bagaimana persaingan pasar untuk pembiayaan perusahaan pada sebuah kota dimana perusahaan berada. Oleh karena itu, jika sistem utama bank dengan kekuatan monopoli, bank dapat membujuk perusahaan meningkatkan *cash holdings* berdasarkan *agency costs*.

H₆ : *Bank Involvement berpengaruh positif terhadap cash holdings*

Hubungan Firm Size terhadap Cash Holdings

Berdasarkan *trade-off theory*, *small firms* memiliki tingkat *cash holdings* yang lebih tinggi dari pada *big firms* dikarenakan perusahaan besar dianggap memiliki diversifikasi dari pada *big firms* sehingga pada gilirannya kurang rentan terhadap *bankruptcy costs* (Al-Najjar dan Belghitar, 2011). Bigelli dan Vidal (2009) menyatakan bahwa perusahaan besar diharapkan untuk mendapatkan pembiayaan dalam lebih mudah dan cara yang lebih murah. Selain itu, meningkatkan *cash holdings* dengan menjual aset non-inti disaat menghadapi *financial distress*. Ferreira and Vilela (2004) juga menemukan hubungan negatif antara *size* dan *cash holdings*.

H₇: *Firm Size berpengaruh negatif terhadap cash holdings*

Perilaku Cash Holdings pada Perusahaan Besar dan Perusahaan Kecil

Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang kuat, risiko bisnis yang lebih tinggi dan dengan *size* yang lebih kecil menahan *cash* yang lebih besar dari pada perusahaan lain. Perusahaan yang mempunyai akses yang lebih besar ke pasar modal, seperti halnya perusahaan besar dengan *credit rating* mereka, sebagaimana perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung menahan *cash* yang lebih sedikit (Opler *et al.*, 1999).

H₈: *Terdapat perbedaan perilaku cash holdings pada perusahaan besar dan perusahaan kecil.*

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

- *Cash Holdings* : Tingkat *cash holding* perusahaan diukur berdasarkan $Ln = \text{Kas dan Setara Kas}$.
- *Leverage*: *Leverage* adalah suatu tingkat kemampuan perusahaan dalam menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap (hutang dan atau saham) dalam rangka mewujudkan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik saham perusahaan.

- *Diversified Firms* : Perusahaan-perusahaan terdiversifikasi di definisikan sebagai perusahaan yang beroperasi lebih dari satu industri. Perusahaan terdiversifikasi dan perusahaan yang terfokus dalam satu segmen dapat menyebabkan berbagai tingkat *cash holding*. *Size*: Ukuran atau besarnya tingkat penjualan suatu perusahaan.
- *Dividend Payment* : *Dividend payment* merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan.
- *Sales Growth* : *Sales Growth* adalah sebuah indikator dari *investment opportunities*. Tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan dihitung melalui perbandingan perubahan (baik itu peningkatan maupun penurunan) selisih total penjualan bersih (net sales) tahun ini dengan total penjualan bersih tahun sebelumnya (Khusnul, 2012).
- *Capital Expenditure (CAPEX)* : *Capital Expenditure* atau juga dikenal dengan nama belanja modal adalah pengeluaran yang dilakukan perusahaan untuk mendapatkan atau memperbarui aset bisnis mereka.
- *Bank Involvement* : Keterlibatan Bank dalam menyediakan layanan *cash management* perusahaan sehingga *cash holdings* dapat dikelola baik oleh bank dalam proses pembayaran hutang dan piutang.
- *Firm Size* : Skala ekonomi atau ukuran perusahaan dengan menggunakan variabel *dummy*

Tabel 1
Variabel Dependen dan Independen

No	Jenis Variabel	Variabel	Pengukuran
1	Dependen	<i>Cash Holdings</i>	$Ln = \text{Kas dan Setara Kas}$
2	Independen	<i>Leverage</i>	$\text{Total Debt} / \text{Total Asset}$
3	Independen	<i>Diversified Firms</i>	Variabel dummy, 0 (nol) dijelaskan sebagai perusahaan yang tidak diversifikasi dan 1 (satu) sebagai perusahaan yang beroperasi lebih dari satu segmen.
4	Independen	<i>Dividend Payment</i>	$\text{Dividend Payout Ratio} = \text{Dividend per share} / \text{Earnings per share}$
5	Independen	<i>Investment Opportunities</i>	$\text{Sales Growth} = \frac{\text{Net Sales}_t - \text{Net Sales}_{t-1}}{\text{Net Sales}_{t-1}}$
6	Independen	<i>Capital Expenditure</i>	$\text{Capital Expenditure} / \text{Total Assets}$
7	Independen	<i>Bank Involvement</i>	$\text{Cash Equivalents} / \text{Current Assets}$
8	Independen	<i>Size</i>	Variabel dummy, 0 (nol) dijelaskan sebagai perusahaan kecil dan 1 (satu) sebagai perusahaan besar.

Penarikan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Sedangkan pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tujuan mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah kuartil teratas dan terbawah dari perusahaan dalam industri manufaktur dengan penghitungan logaritma natural dari total aset pada populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, tujuannya adalah untuk mendapatkan perusahaan besar dan perusahaan kecil.

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan 3 kali pengujian analisis regresi berganda pada kerangka pemikiran Model I untuk mengidentifikasi hubungan *leverage*, *diversified firms*, *dividend payment*, *investment opportunities*, *bank involvement* dan *size* terhadap *cash holdings*. Kerangka pemikiran Model II pada perusahaan besar dan perusahaan kecil untuk mengidentifikasi pengaruh hubungan *leverage*, *diversified firms*, *dividend payment*, *investment opportunities*, dan *bank involvement* terhadap *cash holdings* di perusahaan besar dan perusahaan kecil. Selanjutnya dilakukan *Chow Test* pada Model I dan Model II untuk melihat perbedaan perilaku *cash holdings* pada perusahaan besar dan perusahaan kecil.

Pengujian pada analisis regresi berganda dalam penelitian ini meliputi Uji Asumsi Klasik (Uji Normalitas, Uji Multikolinearitas, Uji Autokorelasi, dan Uji Heteroskedastisitas), Uji Signifikansi Simultan, Uji Signifikansi Parameter Individual, dan Uji Koefisien Determinasi (R^2).

Model persamaan linear berganda yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \epsilon$$

Dimana :

Y : *Cash holding*

β_0 : Konstanta

$\beta_{1234567}$: Koefisien regresi $X_{1234567}$

X_1 : *Leverage*

X_2 : *Dividend Payout Ratio*

X_3 : *Sales Growth*

X_4 : *Diversified Firms (dummy)*

X_5 : *Capital Expenditure*

X_6 : *Bank Involvement*

X_7 : *Firm Size*

ϵ : Error

Model rumus regresi yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Model I

$$Cash\ Holding_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 DIVERSIFIEDdummy_{it} + \beta_4 SalesGrowth_{it} + \beta_5 CAPEX_{it} + \beta_6 BANKINV_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

2. Model II

$$Cash\ Holding_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 DIVERSIFIEDdummy_{it} + \beta_4 SalesGrowth_{it} + \beta_5 CAPEX_{it} + \beta_6 BANKINV_{it} + \epsilon_{it}$$

Chow test adalah alat untuk menguji *test of coefficients* atau uji kesamaan koefisien dan tes ini ditemukan oleh Gregory Chow. Gunakan F-test dengan formulasi sebagai berikut :

$$F = \frac{(SSR_R - SSR_U) / k}{(SSR_U) / (n1 + n2 - 2k)} \sim F_{[k, (n1 + n2 - 2k)]}$$

Jika nilai F hitung > F tabel, maka kita menolak hipotesis nol dan menyimpulkan bahwa antara kedua model memang berbeda.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis deskriptif dari data yang diambil untuk penelitian ini adalah pengamatan pada tahun 2011 sampai dengan tahun 2012. Deskripsi variabel yang digunakan yaitu *leverage*, *dividend payout ratio*, *diversified firms dummy*, *sales growth*, *capital expenditure*, *bank involvement*, dan *firm size dummy*.

Analisis Regresi Berganda

Tabel 1 Hasil Regresi Metode OLS

Variabel	Dugaan Tanda	Perusahaan Manufaktur			Perusahaan Besar			Perusahaan Kecil		
		Koef	t	Sig	Koef	t	Sig	Koef	t	Sig
LEVERAGE	-	-2.217	-3.115	.002	-2.090	-2.123	.038	-1.560	-2.170	.034
DIVERSIFIED	-	.841	2.372	.019	1.129	2.208	.031	1.203	2.416	.019
DIVIDEND	-	.076	.117	.907	.084	.113	.911	.743	.665	.509
SALES_GROWTH	+	1.796	2.503	.014	.418	.438	.663	2.193	2.175	.034
CAPEX	-	.984	1.127	.262	-1.545	-1.037	.304	1.555	1.372	.175
BANK_INV	+	4.977	7.149	.000	3.639	4.888	.000	7.687	5.667	.000
SIZE	-	3.995	12.489	.000						
N		130			67			65		
Adj. R ²		75.1%			50.0%			55.1%		
F Sig.		0.000			0.000			0.000		

Tabel 1 Hasil ketiga regresi berganda sudah memenuhi semua Uji Asumsi Klasik, yaitu Normalitas, Autokorelasi, Multikolonieritas dan Heteroskedastisitas.

Analisis hasil ketiga regresi tersebut menghasilkan bahwa variabel *leverage* menunjukkan pengaruh negatif pada seluruh hasil regresi yang mendukung *trade-off theory* bahwa pada perusahaan manufaktur menggunakan pinjaman sebagai pengganti *cash holdings*, *pecking order theory* yang menganggap kas negatif terhadap *debt* dan *free cash flow theory* bahwa *cost of funds* digunakan untuk berinvestasi dalam meningkatkan likuiditas dengan menggunakan pendanaan eksternal sebagai rasio kenaikan pembiayaan utang (Baskin, 1987).

Diversified firms berpengaruh positif pada seluruh hasil regresi, berkebalikan dengan penelitian Subramaniam *et al.*, (2011), Shleifer dan Vishny (1992) dan (Tong, 2011) yang menyatakan bahwa perusahaan yang terdiversifikasi memiliki *cash holdings* jauh lebih kecil dari pada perusahaan yang terfokus pada satu segmen. Hal tersebut terjadi karena keterampilan yang dikembangkan dalam satu bisnis dialihkan ke bisnis lain, dapat meningkatkan tenaga kerja dan produktifitas modal sehingga memungkinkan sebuah perusahaan yang terdiversifikasi untuk membuat cadangan atau generator kas dengan beberapa cabang untuk mempertahankan cabang lain di saat mereka berjuang atau tumbuh (Pandya, 1998), maka dari itu perusahaan yang terdiversifikasi memiliki *cash holdings* yang tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak terdiversifikasi.

Dividend payment juga menunjukkan tanda positif namun tidak signifikan pada seluruh hasil regresi, berkebalikan dengan penelitian Opler *et al.*, (1999), Ozkan dan Ozkan (2004), Najjar dan Belghitar (2011), Bates (2009), Han dan Qiu (2007) bahwa berdasarkan *trade-off theory* hubungan *dividend payment* dan *cash holdings* adalah negatif karena perusahaan yang saat ini membayar dividen akan kurang mampu untuk memiliki *cash holdings* yang tinggi karena mereka lebih mampu mengumpulkan dana saat dibutuhkan dengan memotong pembayaran dividen sebagai pengganti kas. Secara rasional hal ini mungkin terjadi dikarenakan *precautionary motive* bahwa perusahaan yang memberikan *dividend* akan membuat cadangan kas untuk *unexpected costs* dari pada perusahaan yang tidak membagikan dividen dan hubungan *dividend payment* dengan *cash holdings* tidak terpengaruh oleh *agency costs* pada *free cash flow hypothesis* hal tersebut sejalan dengan hipotesis Bigelli dan Vidal (2009).

Investment opportunities menunjukkan hasil positif, namun tidak signifikan untuk perusahaan besar. Tetapi hasil yang diperoleh sejalan dengan penelitian Opler *et al.*, (1999), Ferreira dan Vilela (2004), Bates *et al.*, (2009) dan Daher (2010), sesuai *trade-off theory* bahwa perusahaan dengan peluang investasi mungkin akan menghadapi biaya yang lebih tinggi pada pembiayaan eksternal sehingga dapat menyebabkan biaya yang besar pada *financial distress* dan untuk mengurangi *financial distress* perusahaan diharapkan untuk menahan tingkat yang lebih tinggi dari kas untuk *precautionary motive* serta *pecking order theory* mengharapkan perusahaan memiliki *cash holdings* yang tinggi untuk meyakinkan ketersediaan dana untuk berinvestasi dalam proyek pertumbuhan.

Capital expenditure menunjukkan hubungan positif tetapi tidak ditemukan signifikan terhadap hasil seluruh regresi. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian Daher (2010) dan Bates (2009) yang menyatakan bahwa semakin tinggi *capital expenditure* maka semakin rendah *cash holdings* pada perusahaan manufaktur. Hal ini mungkin terjadi karena berdasarkan *trade-off theory* karena perusahaan yang memiliki *capital expenditure* yang tinggi akan menahan kas sebagai perlindungan terhadap biaya transaksi terkait dengan modal eksternal dan *opportunity costs* pada sumber daya yang kurang memadai dan bahwa *cash holdings* meningkat untuk membiayai *capital expenditure* perusahaan namun kebutuhan *cash holdings* akan berkurang ketika perusahaan memiliki pengganti kas seperti utang (Saddour, 2006).

Bank Involvement berpengaruh positif terhadap *cash holdings* pada seluruh hasil regresi dimana sejalan dengan penelitian Petersen dan Rajan (1995) yang menunjukkan jika sistem perbankan menyediakan layanan *cash management* dengan kekuatan monopoli dan bahwa meningkatnya deposito perusahaan dapat menransfer kesejahteraan kepada sektor perbankan, bank dapat membujuk perusahaan meningkatkan *cash holdings* karena disebabkan *agency theory*.

Variabel *firm size dummy* hanya digunakan pada regresi keseluruhan sampel agar dapat mengetahui tingkat *cash holdings* yang berbeda pada perusahaan besar dan perusahaan kecil. Namun hasil ini tidak sejalan dengan hipotesis dalam penelitian Al-Najjar dan Belghitar (2011), Ozkan dan Ozkan (2004), Bigelli dan Vidal (2009), Ferreira dan Vilela (2004) juga menemukan hubungan negatif antara *size* dan *cash holdings* pada *trade-off theory*. Hal ini terjadi karena *pecking order theory* bahwa hubungan antara *size* dan *cash holdings* adalah positif dikarenakan perusahaan besar secara tipikal memiliki performa lebih baik dari pada perusahaan kecil dan seharusnya memiliki *cash holdings* lebih besar (Opler *et al.*, 1999).

Koefisien determinasi (R^2) yang ditunjukkan pada Tabel 1 bahwa nilai *Adjusted R-Square* sebesar 75.1% pada regresi model I perusahaan manufaktur menjelaskan bahwa variabel dependen yaitu *cash holdings* dapat dijelaskan oleh tujuh variabel independen yaitu yaitu *leverage*, *dividend payout ratio*, *diversified firms dummy*, *sales growth*, *capital expenditure*, *bank involvement*, dan *firm size dummy*. Sedangkan sisanya sebesar 24.9% dijelaskan oleh variabel-variabel diluar model pertama. Hasil regresi pada model II untuk perusahaan besar yang ditunjukkan dari nilai *Adjusted R-Square* sebesar 50.0% bahwa menjelaskan bahwa variabel dependen yaitu *cash holdings* dapat dijelaskan oleh enam variabel independen yaitu yaitu *leverage*, *dividend payout ratio*, *diversified firms dummy*, *sales growth*, *capital expenditure*, dan *bank involvement*. Sedangkan sisanya sebesar 50.0% dijelaskan oleh variabel-variabel diluar model. Selanjutnya, hasil regresi pada model II untuk perusahaan kecil yang ditunjukkan dari nilai *Adjusted R-Square* sebesar 55.1% bahwa menjelaskan bahwa variabel dependen yaitu *cash holdings* dapat dijelaskan oleh enam variabel independen yaitu yaitu *leverage*, *dividend payout ratio*, *diversified firms dummy*, *sales growth*, *capital expenditure*, dan *bank involvement*. Sedangkan sisanya sebesar 44.9% dijelaskan oleh variabel-variabel diluar model.

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F) disajikan pada Tabel 1 apabila nilai F lebih besar dari pada derajat kepercayaan 5% maka seluruh variabel independen dan variabel kontrol secara serentak dan signifikan mempengaruhi variabel dependen. Pada Tabel 1 hasil regresi pada model I menunjukkan tingkat signifikansi 0,000. Karena signifikansi F lebih kecil dari 0,05 maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *cash holdings* atau dapat dikatakan bahwa yaitu *leverage*, *dividend payout ratio*, *diversified firms dummy*, *sales growth*, *capital expenditure*, *bank involvement*, dan *firm size dummy* dapat menjelaskan *cash holdings*. Selanjutnya, hasil regresi pada

model II untuk perusahaan besar dan perusahaan kecil menunjukkan tingkat signifikansi 0,000. Karena signifikansi F lebih kecil dari 0,05 maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *cash holdings* atau dapat dikatakan bahwa yaitu *leverage, dividend payout ratio, diversified firms dummy, sales growth, capital expenditure, dan bank involvement* dapat menjelaskan *cash holdings*.

Uji Parsial (Uji t) yang dilakukan untuk menguji hipotesis dengan menguji model persamaan regresi secara parsial terhadap masing-masing variabel independen. Untuk melihat besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat dari nilai beta *unstandardized*. Hasil pengujian model regresi secara parsial disajikan dalam Tabel 1. Persamaan regresi yang diperoleh adalah sebagai berikut :

Model I :

$$Y = 21.997 - 2.217X_1 + 0.841 X_2 + 0.076 X_3 + 1.796 X_4 + 0.984 X_5 + 4.977 X_6 + 3.995 X_7 +$$

Model II pada perusahaan besar :

$$Y = 26.449 - 2.090X_1 + 1.129 X_2 + 0.084 X_3 + 0.418 X_4 - 1.545 X_5 + 3.639 X_6 +$$

Model II pada perusahaan kecil :

$$Y = 20.842 - 1.560X_1 + 1.203 X_2 + 0.743 X_3 + 2.193 X_4 + 1.555 X_5 + 7.687 X_6 +$$

Chow Test

Chow test adalah alat untuk menguji *test of coefficients* atau uji kesamaan koefisien. Uji Chow memformulasikan cara pengujian kesamaan koefisien-koefisien model regresi dari sampel observasi yang berbeda atau dapat dikelompokkan menjadi dua atau lebih kelompok, baik sampel data *time series* maupun data *cross section*.

Tabel 2
Hasil Regresi Observasi Model I
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	891.499	7	127.357	56.639	.000 ^b
	Residual	274.324	122	2.249		
	Total	1165.824	129			

a. Dependent Variable: CASH_HOLD

b. Predictors: (Constant), SIZE, SALES_GROWTH, BANK_INV, CAPEX, DIVERSIFIED, LEVERAGE, DIVIDEND

Tabel 3
Hasil Regresi Observasi Model II untuk *Big Firms*
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	105.140	6	17.523	12.012	.000 ^b
	Residual	87.533	60	1.459		
	Total	192.673	66			

a. Dependent Variable: CASH_HOLD

b. Predictors: (Constant), BANK_INV, SALES_GROWTH, CAPEX, DIVERSIFIED, DIVIDEND, LEVERAGE

Tabel 4
Hasil Regresi Observasi Model II untuk *Small Firms*
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	206.414	6	34.402	11.853	.000 ^b
	Residual	168.334	58	2.902		
	Total	374.748	64			

a. Dependent Variable: CASH_HOLD

b. Predictors: (Constant), BANK_INV, CAPEX, SALES_GROWTH, DIVIDEND, DIVERSIFIED, LEVERAGE

Dari ketiga output di atas akan didapatkan data sebagai berikut :

$$SSR_R = 274.324$$

$$SSR_U = SSR_1 + SSR_2 = 87.533 + 168.344 = 255.877$$

$$F = \frac{(274.324 - 255.877)/7}{\frac{255.877}{(67 + 65 - 14)}} = 1.2152$$

Karena nilai F hitung lebih kecil dari nilai F kritis maka gagal menolak hipotesis nol. Artinya, dalam periode penelitian tidak ditemukan adanya perbedaan perilaku *cash holdings*. Adanya perbedaan ukuran perusahaan yaitu pada perusahaan besar dengan perusahaan kecil tidak ada perbedaan terhadap perilaku *cash holdings*.

KESIMPULAN

Hasil penelitian Model I menunjukkan bahwa hipotesis yang dapat dibuktikan pada sampel perusahaan manufaktur ditemukan hubungan negatif antara *leverage* dengan *cash holdings* serta hubungan positif antara *diversified firms*, *investment opportunities*, *bank involvement*, dan *size* dengan *cash holdings*, tetapi tidak ada hubungan antara *capital expenditure*, *dividend payment* dengan *cash holdings* pada regresi linier berganda model pertama.

Firm Size berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Perusahaan besar memiliki *cash holdings* yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil yang memiliki *cash holdings* lebih rendah. Perusahaan besar diharuskan memiliki *cash holdings* yang lebih besar karena performa perusahaan yang lebih baik jika dibandingkan perusahaan kecil yang masih berjuang dan harus bertumbuh.

Bank Involvement berpengaruh positif terhadap *cash holdings* pada perusahaan besar dan perusahaan kecil. Jika deposito perusahaan meningkat maka secara otomatis *cash holdings* perusahaan juga meningkat. Perusahaan besar dan perusahaan kecil dalam industri manufaktur diharuskan meningkatkan deposito agar bank dapat memonitoring keuangan perusahaan manufaktur dan memperlancar transaksi perusahaan untuk kelancaran operasional, investasi maupun hutang dan piutang antar perusahaan.

Leverage berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Perusahaan besar dan perusahaan kecil dalam industri manufaktur dengan tingginya *leverage* akan menurunkan tingkat *cash holdings* perusahaan dikarenakan kurangnya manfaat marjinal dalam memiliki *cash holdings* yang besar.

Investment opportunities berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Perusahaan-perusahaan dengan *investment opportunities* yang besar disarankan memiliki *cash holdings* yang besar untuk meyakinkan ketersediaan dana dalam berinvestasi dikarenakan disaat ada peluang investasi yang baik perusahaan-perusahaan memiliki ketersediaan dana dengan



demikian perusahaan dapat langsung memanfaatkan dan mengalirkan dana untuk investasi tanpa harus mengorbankan peluang investasi yang ada.

Diversified Firms berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Perusahaan besar dan perusahaan kecil dalam industri manufaktur yang terdiversifikasi memiliki *cash holdings* yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang tidak terdiversifikasi. Dikarenakan perusahaan-perusahaan yang terdiversifikasi harus membuat cadangan atau generator kas yang banyak untuk berjaga-jaga dalam kelangsungan operasional segmen utama dan segmen lainnya karena disaat segmen lainnya terkena guncangan, maka perusahaan terdiversifikasi harus dapat mengalirkan dana ke segmen perusahaan yang terkena guncangan.

Hasil penelitian model II dengan menggunakan *Chow Test* menunjukkan dalam periode penelitian tidak ditemukan adanya perbedaan perilaku *cash holdings*. Adanya perbedaan ukuran perusahaan yaitu pada perusahaan besar dengan perusahaan kecil tidak ada perbedaan terhadap perilaku *cash holdings*.

REFERENSI

- Aaker, A. David. 2001. *Marketing Research*. Edisi 7. USA: John Wiley dan Sons.
- Acharya, Viral A., Heitor Almeida, dan Murillo Campello. (2007). *Is cash negative debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies*, *Journal of Financial Intermediation*, 16, 515-554.
- Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M., 2004. *The Cash Flow Sensitivity of Cash*. *Journal of Finance* 59, 1777-1804.
- Al-Najjar, B., & Belghitar, Y. (2011). *Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis*. *Managerial and Decision Economics*, 32(4), 231–241.
- Al-Najjar, Basil. (2013). *The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from some Emerging Markets*. *International Business Review* 22, 231-241.
- Baumol, W. J. (1952). *The Transaction Demand For Cash: An inventory theoretic approach*. *Quarterly Journal of Economics*, 69, 312–319.
- Baskin, J. (1987). *Corporate Liquidity in Games of Monopoly Power*. *Review of Economics and Statistics*, 69, 312-319.
- Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M., (2009). *Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?.* *Journal of Finance* 64, 1985–2021.
- Bigelli, Marco, Vidal, F. Javier Sanchez. 2009. *Cash Holdings in Private Firms*. *Working Paper*.
- Cao, W., Chen, J., Chi, J. 2010. *Bank firm relationship and firm performance under a state-owned bank system: Evidence from China*.
- Damodaran, A. 2006. *Damodaran on Valuation : Security Analysis For Investment and Corporate Finance*. 2nd Edition. New Jersey : John Wiley & Sons, Inc.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. and H. Servaes (2003). “*International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings*”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 111-133.
- Dittmar, Amy. (2008). *Corporate Cash Policy And How To Manage It With Stock Repurchases*. *Journal of Applied Corporate Finance* 20 (3).
- Daher, Mai. 2010. *The Determinants of Cash Holdings in UK Public and Private Firms*. *Department of Accounting and Finance*. Lancaster University.
- Ferdinand, Augusty. 2006. *Metode Penelitian Manajemen: Pedoman Penelitian untuk Penulisan Skripsi, Tesis, dan Disertasi Ilmu Manajemen*. Semarang: Badan Penerbit Ilmu Manajemen.
- Ferreira, M., Vilela, A. (2004). *Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries*. *European Financial Management*, Vol.10, 295-319.
- Fahmi, Irham 2012. *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta: Alfabeta.
- Faulkender, Michael. 2002. *Cash Holdings Small Businesses*. *Working Paper*.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Edisi 5. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Han, Seungjin., Qiu, Jiaping. 2007. *Corporate Precautionary Cash Holdings*. *Journal of Corporate Finance* 13, 43-57.
- Hoshi, T., Kashyap, A. & Scharfstein, D. (1990). *The Role of Banks in Reducing The Costs of Financial Distress in Japan*, *Journal of Financial Economics*, 27(1), 67-88.



- Hussen, Issam Mohamed Ahmad. 2013. "Analysis of Corporate Governance, Cash Holdings, Profitability, Dividend Policy and Financial Risks that Influence The Market Value of The Company (Empirical Study on the Listed Companies Go Public In 2008-2011)". Thesis Tidak Dipublikasikan, Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro.
- Jensen, Michael. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance & Takeovers. *The American Economic Review*. Vol 76, No 2 May (1986) pp 323-329.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. 1976. *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jinkar, Rabecca Theresia. 2013. Analisa Faktor-Faktor Penentu Kebijakan *Cash Holdings* Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Mini Economica*. Edisi 42, Desember 2013: 129-146. ISSN :0216-971
- Keynes, John Maynard; *The General Theory of Employment, Interest and Money* (New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1936), hal. 170-174.
- Khusnul, Fatkhatur. 2012. "Analisis Pengaruh *Capital Expenditure, Sales Growth, Profitability, Size, dan Rating Premium* Terhadap Struktur Modal (Studi Perbandingan pada Perusahaan Food and Beverage dan Automotive and Allied Product Periode 2006-2011)". Skripsi Tidak Dipublikasikan, Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro.
- Kim, C. S., Mauer, D.C. and A. E. Sherman. 1998. "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33, 305-334.
- Miller, Merton H., and Daniel Orr. 1966. *A Model Of The Demand For Money By Firms*. *Quarterly Journal of Economics*, 80, 413-435.
- Myers, Stewart C., Majluf, Nicholas S. 1984. *Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information The Investors Do Not Have*. NBER Working Paper 1396.
- Opler, T., Titman, S., 1994. *Financial distress and corporate performance*. *Journal of Finance* 49 (3), 1015–1040.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. 1999. *The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings*. *Journal of Financial Economics* 52, 3–46.
- Ozkan, Aydnin., Ozkan, Neslihan. 2004. *Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK companies*. *Journal and Banking*, 28, 2103-2134.
- Pandya, Anil M., Narendar, V.Rao. 1998. *Diversification and Firm Performance : An Empirical Evaluation*. *Journal of Financial and Strategic Decisions*. Vol.11 (2).
- Pinkowitz, L., Williamson, R., 2001. *Bank power and cash holdings: Evidence from Japan*. *Review of Financial Studies* 14, 1059–1082.
- Petersen, Mitchell A. and Raghuram G. Rajan, 1995, *The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships*, *Quarterly Journal of Economics* 110, 407-443.
- Saddour, Khaoula. 2006. *The Determinants and The Values of Cash Holdings : Evidence from French Firms*. CEREK Working Paper 2006-6.
- Sekaran, Uma. 2006. *Research Methods for Business* (Metodologi Penelitian untuk Bisnis), Ed 4. Jakarta: Salemba Empat.
- Shleifer, A., Vishny, R.W., 1992. *Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach*. *Journal of Finance* 47, 1343–1366.
- Subramanian, V., Tang, Tony T., Yue, Heng., Zhou, Xin. 2011. *Firm Structure and Corporate Cash Holdings*. *Journal of Corporate Finance* 17, 759-773.
- Tong, Z., *Firm Diversification and the Value of Corporate Cash Holdings*. *Journal of Corporate Finance*, 71, 741-758.
- Weinstein, D.E. & Yafeh, Y. (1998). *On The Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence From the Changing Main Bank Relations in Japan*, *The Journal of Finance*, 53(2), 635-672.
- Widarjono, Agus. 2013. *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*. Yogyakarta : UPP STIM YKPN
- <http://www.idx.co.id> diakses tanggal 10 April 2014
- <http://www.wisegeek.com> di akses tanggal 20 Maret 2014
- <https://www.wellsfargo.com> diakses tanggal 2 Juni 2014