



**ANALISIS PENGARUH *FIRM SIZE, GROWTH OPPORTUNITY, FIRM AGE, LEVERAGE, DAN NON-CASH NET WORKING CAPITAL* TERHADAP *CASH HOLDING***  
**(Studi pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2019)**

**Donna Bella Alda Aspasia, Erman Denny Arfianto<sup>1</sup>**

*donnaaspasia@gmail.com*

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50275, Phone: +622476486851

**ABSTRACT**

*Every company has their respective preferences in determining the amount of cash to be held in a period of time. Previous studies have discussed the factors that determine cash holdings. However, there are still inconsistencies in the research results so that further research is needed to examine the factors that affect the company's cash holdings. Thus, the aims of this study were to determine the factors that influence cash holdings.*

*The sample used in this study is a manufacturing company listed on the IDX (Indonesia Stock Exchange) during the 2016-2019. The samples observed was 112 companies with a total of 444 observations which taken by purposive sampling method. The method of analysis of this study uses linear regression which has previously passed the classical assumption test.*

*The results of this study indicated that Growth Opportunity had a positive and significant effect on Cash Holdings. Firm Size, Leverage, and Non-cash Net Working Capital had negative and significant effect on Cash Holdings. Meanwhile, Firm Age had a negative-but-insignificant effect on Cash Holdings.*

*Keywords: Cash Holdings, Growth opportunity, Firm Size, Firm Age, Leverage, Non-cash Net Working Capital*

**PENDAHULUAN**

Kas atau uang tunai merupakan suatu hal yang tidak dapat dipisahkan dari operasional perusahaan. Bagi perusahaan, menetapkan tingkat kas adalah suatu hal yang penting demi keberlangsungan kinerja keuangan perusahaan. Ketika perusahaan menerima kas, maka seorang manajer harus menetapkan apa yang akan dilakukan pada kas yang diterima tersebut. Manajer dapat menentukan apakah kas tersebut akan dibagikan kepada para investor dalam bentuk dividen, melaksanakan kegiatan investasi, membeli saham ataupun kas tersebut disimpan untuk hal lain di masa yang akan datang.

Perusahaan memiliki keuntungan bila memegang kas. Salah satunya adalah jika sumber pendanaan perusahaan hanyalah kas, perusahaan tetap dapat membiayai aktivitas operasional dan investasi dengan memakai aset likuid tersebut (Opler et al., 1999). Dengan memiliki kas, perusahaan dapat terhindar dari risiko likuiditas. Selain itu, karena kas adalah aset yang paling likuid, ketika terdapat kebutuhan-kebutuhan mendesak, maka perusahaan dapat segera memenuhi kebutuhan tersebut dengan menggunakan kas yang dipegang. Di Indonesia sendiri, rata-rata kas yang dipegang perusahaan, khususnya dalam hal ini perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI tahun 2016-2019, juga meningkat.

Perusahaan memiliki beberapa motif mengapa mereka harus memegang kas. Motif utama perusahaan memegang kas adalah untuk keperluan transaksi (*transaction*). Motif lain perusahaan memegang kas adalah untuk berjaga-jaga (*precautionary*). *Precautionary motive* atau motif

---

<sup>1</sup> *Corresponding author*

---



berjaga-jaga dimana kas diperlukan bila terdapat hal-hal yang tak terduga yang terjadi di perusahaan,

Sementara menurut Bates dan Kahle (2009), ada empat motif dalam memegang kas. Selain, *precautionary motive* dan *transaction motive*, terdapat *tax motive* dan *agency motive*. *Tax motive* atau motif pajak yaitu motif dimana perusahaan memegang kas untuk menghindari membayar pajak yang berhubungan dengan repatriasi. Sedangkan *agency motive* atau motif keagenan adalah ketika manajer memegang kas dan mempunyai pilihan antara membagikan kas tersebut ke pemegang saham atau melakukan kegiatan investasi.

Motif-motif tersebut memiliki berbagai pandangan mengenai kebijakan perusahaan dalam hal *cash holdings*. Menurut *transaction motive*, dengan memegang kas memungkinkan perusahaan untuk menghindari atau menghemat biaya transaksi untuk mengumpulkan dana atau melikuidasi aset. Selain itu, perusahaan memegang kas hanya untuk mengatasi *opportunity cost* yang lebih tinggi jika tingkat kas lebih rendah (Tahir et al., 2016). Sementara itu, dalam *precautionary motive* disebutkan bahwa dengan memegang kas memungkinkan perusahaan untuk membiayai investasi atau proyek mereka jika sumber pembiayaan lain tidak tersedia. Foley (2007) menyatakan bahwa perusahaan multinasional akan memegang kas dalam jumlah yang banyak, terutama untuk perusahaan yang menanggung adanya konsekuensi pajak saat repatriasi pendapatan yang berasal dari luar negeri. Terakhir, menurut *agency motive*, manajer lebih suka menyimpan kas daripada meningkatkan pembayaran kepada pemegang saham meskipun perusahaan memiliki peluang investasi yang buruk (Jensen, 1986).

Telah terdapat banyak penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi cash holding, baik teoritis maupun empiris. Meskipun telah banyak penelitian yang dilakukan, namun masih banyak yang perlu dipahami tentang faktor penentu kebijakan cash holdings perusahaan. Penelitian-penelitian terdahulu mengenai kebijakan cash holdings menemukan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan cash holdings perusahaan diantaranya *firm size*, *growth opportunity*, *firm age*, *leverage*, dan *non-cash net working capital*.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana pengaruh diantaranya *firm size*, *growth opportunity*, *firm age*, *leverage*, dan *non-cash net working capital* terhadap *cash holdings* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2016-2019.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### *Pecking Order Theory*

Teori pecking order pertama kali didasarkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Myers (1984). Menurut Myers (1984) perusahaan mengikuti urutan tertentu ketika memutuskan sumber pendanaan yang akan digunakan dalam pembiayaan investasi. Pertama, perusahaan lebih suka untuk membiayai proyek melalui pendanaan internal. Kedua, perusahaan akan menyesuaikan tingkat dividen mereka, bahkan jika dividen cenderung mengikuti kebijakan yang perusahaan yang ketat (Tahir et al., 2016). Perusahaan selanjutnya akan memilih untuk menjual aset likuid yang dimiliki dan akhirnya menggunakan pendanaan eksternal sebagai sumber pendanaan terakhir. Jika perusahaan perlu menggunakan pendanaan eksternal, perusahaan akan lebih memilih menggunakan sumber pendanaan berupa utang, dan pilihan terakhir adalah menerbitkan ekuitas (modal sendiri).

Menurut Tahir et al. (2016) tingkat cash holding yang dimiliki oleh perusahaan merupakan hasil dari investasi yang dilakukan perusahaan dan sumber pendanaan yang mereka pilih. Perusahaan menggunakan arus kas mereka untuk membiayai peluang investasi atau proyek mereka, untuk membayar utang ketika jatuh tempo dan kemudian mengumpulkan arus kas yang tidak digunakan sebagai saldo kas jika memungkinkan. Jika arus kas tidak dapat menutupi pengeluaran, perusahaan dapat menggunakan cadangan kas sebagai penyangga atau buffer untuk menghindari pembiayaan eksternal. Jika arus kas operasi dan tingkat kas tidak cukup untuk menutup semua pengeluaran perusahaan, maka pembiayaan eksternal diperlukan. Oleh karena itu, Opler et al. (1999) menambahkan bahwa tingkat cash holdings ditentukan oleh arus kas masuk maupun arus kas keluar, dimana hal tersebut membuat tidak ada tingkat kas yang optimal.

### *Trade-off Theory*

Menurut teori trade-off, perusahaan mempertimbangkan keuntungan marjinal dan biaya marjinal dari memegang kas dalam rangka memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Manfaat dari memegang kas didasarkan kepada motif memegang aset yang likuid seperti motif



transaksi, motif berjaga-jaga, dan motif berspekulasi. Dalam motif transaksi, memegang kas dapat membantu perusahaan untuk mencegah atau mengurangi biaya transaksi saat memperoleh pendanaan atau saat melikuidasi aset. Sesuai dengan motif transaksi, perusahaan memegang kas dalam jumlah tertentu untuk mengatasi opportunity cost yang tinggi dalam hal tingkat kas yang rendah (Dittmar, Mahrt-Smith, & Servaes, 2003).

Namun, dalam motif berjaga-jaga menyatakan bahwa memegang kas memungkinkan perusahaan untuk membiayai investasi atau proyek mereka bila sumber pendanaan lain tidak tersedia. Ozkan dan Ozkan (2004) dalam penelitiannya menyatakan bahwa untuk mengatasi kemungkinan terjadinya opportunity cost yang tinggi, perusahaan yang menggunakan pendanaan eksternal juga berinvestasi dalam aset likuid atau juga dapat dilakukan dengan meningkatkan tingkat kas yang dimiliki. Sementara itu, motif spekulatif menyatakan bahwa pelaku ekonomi selain perusahaan memegang kas atau sekuritas pasar lainnya dalam rangka untuk mendapatkan keuntungan dari peningkatan tingkat bunga di masa depan. Menurut Ferreira dan Vilela (2004) menambahkan bahwa perusahaan yang mempunyai manajemen kas yang efisien dapat mengurangi risiko terjadinya financial distress.

Terlepas dari cash holdings memiliki banyak manfaat, cash holdings memiliki beberapa kekurangan. Menurut Jensen (1986) cash holding dapat meningkatkan biaya agensi. Perusahaan yang memegang tingkat kas yang tinggi tidak diharuskan untuk mengakses pasar modal untuk mencari pendanaan eksternal. Keadaan tersebut membuat manajer perusahaan mungkin menjauh dari pengamatan pasar. Oleh karena itu, manajer dapat mementingkan kepentingan sendiri daripada kepentingan pemegang saham. Selain itu, tingkat pengembalian dari kas atau aset likuid lainnya adalah rendah karena adanya premi likuiditas. Kas juga dapat dikenakan perpajakan berganda di tingkat perusahaan dan tingkat individu jika didistribusikan ke pemegang saham (Tahir et al., 2016).

#### **Pengaruh *Firm Size* terhadap *Cash Holdings***

Ukuran adalah salah satu karakteristik perusahaan yang dapat mempengaruhi kepemilikan kas secara signifikan. Jika perusahaan ingin menerbitkan utang, mereka harus membayar biaya tetap untuk mendapatkan pinjaman. Biaya-biaya yang dikeluarkan untuk mendapatkan pinjaman ini bersifat tetap, terlepas dari besarnya pinjaman. Karena biaya tetap ini tidak sebanding dengan jumlah pinjaman, perusahaan yang lebih kecil menghadapi biaya yang lebih tinggi karena biaya marjinal lebih tinggi (Blondelle, 2018). Selain itu skala ekonomis yang dimiliki oleh perusahaan besar memberikan keuntungan berupa akses yang lebih terbuka ke pasar modal, lebih sedikit kendala untuk meminjam di pasar modal dan biaya pembiayaan eksternal yang lebih rendah sehingga perusahaan yang lebih besar diharapkan mendapatkan pembiayaan dengan cara yang lebih mudah dan lebih murah (Titman & Wessels, 1988). Bigelli dan Sánchez-Vidal (2012) dalam penelitiannya menemukan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*.

H<sub>1</sub>: *Firm Size* berpengaruh negatif terhadap *Cash Holdings*

#### **Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Cash Holdings***

Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang baik cenderung membutuhkan lebih banyak pendanaan di masa depan untuk merealisasikan peluang pertumbuhan mereka. Bagi sebagian besar perusahaan, tidak mungkin untuk membiayai semua peluang investasi mereka dengan pendapatan operasional mereka sehingga mereka perlu mengakses pasar modal (Blondelle, 2018). Namun perusahaan lebih suka untuk tidak terlalu mengandalkan pendanaan eksternal karena tingginya biaya hutang dan ekuitas. Karena itu mereka lebih memilih untuk mempertahankan *cash holding* pada tingkat tertentu untuk mengurangi ketergantungan mereka pada pasar modal dan untuk menghindari kehilangan peluang investasi yang berharga. Teori pecking order juga konsisten dengan pernyataan di atas dimana teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan lebih suka berinvestasi dengan pendanaan internal mereka sendiri daripada mengandalkan utang atau ekuitas untuk membiayai peluang investasi mereka. Lei et al. (2018) dalam penelitiannya menemukan bahwa *growth opportunity* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cash holdings*.

H<sub>2</sub>: *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap *Cash Holdings*

#### **Pengaruh *Firm Age* terhadap *Cash Holdings***

Teori trade off memprediksi bahwa perusahaan yang lebih tua akan memiliki akses yang lebih besar ke pasar modal dan dapat menyimpan lebih sedikit uang dibandingkan dengan perusahaan



yang lebih muda. Oler dan Picconi (2014) menambahkan usia perusahaan sebagai variabel penjelas tambahan untuk penentu kepemilikan kas. Diharapkan bahwa perusahaan yang lebih tua memiliki akses yang lebih besar ke pasar modal dan karenanya membutuhkan lebih sedikit uang tunai. Perusahaan yang lebih muda akan membutuhkan lebih banyak uang tunai untuk mengembangkan bisnis dan operasinya. Perusahaan yang lebih tua tidak akan membutuhkan banyak uang tunai untuk tumbuh karena perusahaan yang lebih tua cenderung berhenti tumbuh pada tahap tertentu. Magerakis et al. (2015) dalam penelitiannya menemukan bahwa *firm age* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*.

H<sub>3</sub>: *Firm Age* berpengaruh negatif terhadap *Cash Holdings*

#### **Pengaruh *Leverage* terhadap *Cash Holdings***

Teori pecking order mengatakan bahwa tingkat *cash holdings* berkurang ketika kebutuhan investasi melebihi laba ditahan dan meningkat ketika kebutuhan investasi kurang dari laba ditahan. Teori pecking order juga menyatakan bahwa tingkat utang tumbuh ketika kebutuhan investasi melebihi laba ditahan dan kas yang tersedia dan berkurang ketika kebutuhan investasi kurang dari laba ditahan dan kas yang tersedia. Teori ini mengarah pada hipotesis bahwa ada hubungan negatif antara rasio leverage dan *cash holdings* (Blondelle, 2018). Wasiuzzaman (2014) dalam penelitiannya menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*.

H<sub>4</sub>: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Cash Holdings*

#### **Pengaruh *Non-cash net working capital* terhadap *Cash Holdings***

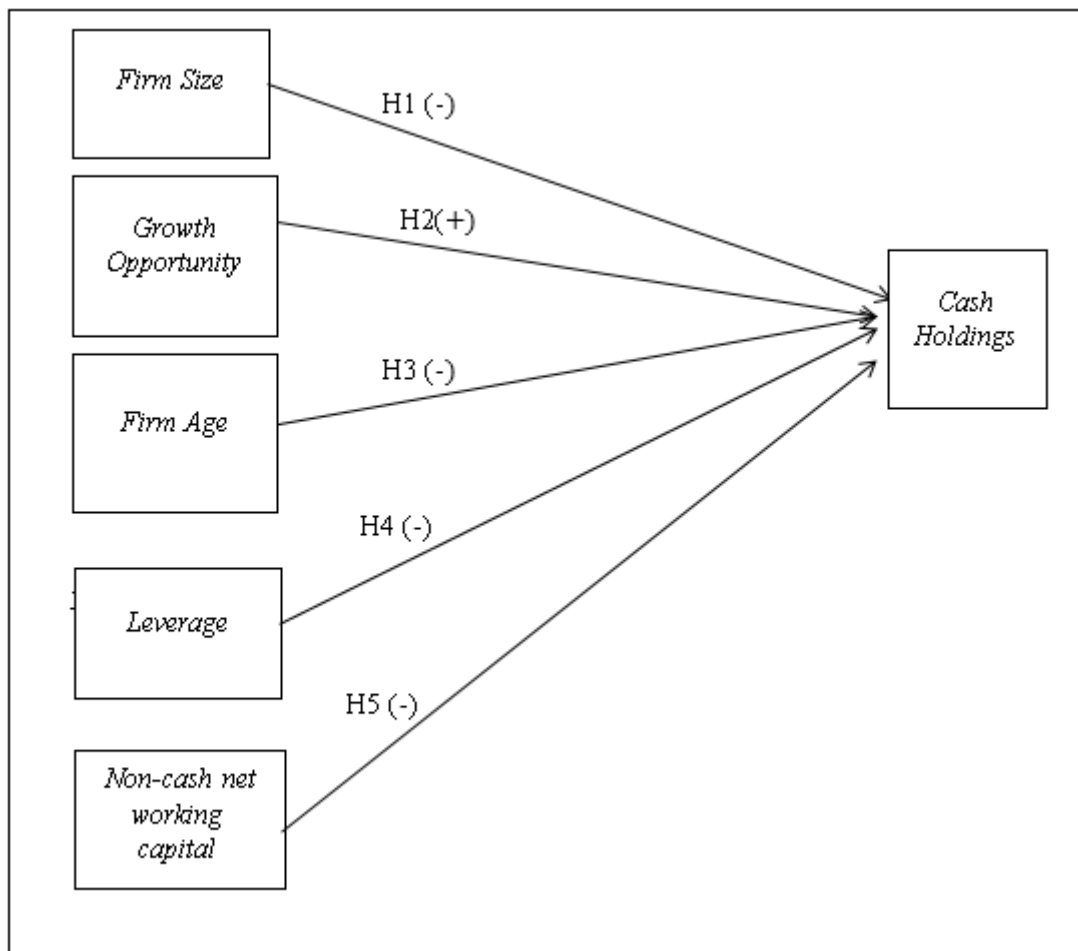
*Non-cash net working capital* (NWC) atau modal kerja bersih dihitung sebagai selisih antara aset lancar dan liabilitas lancar. Aset lancar terdiri dari uang tunai, setara kas, piutang, persediaan, surat berharga, biaya dibayar di muka, dan aset likuid lainnya yang dapat dengan mudah dikonversi menjadi uang tunai. Kecuali untuk kas dan setara kas, ini semua adalah aset likuid non kas. Liabilitas jangka pendek terdiri dari utang jangka pendek, hutang, kewajiban yang masih harus dibayar dan hutang lainnya. NWC dipandang sebagai pengganti kas. Karena NWC dapat menjadi sumber dana internal, dapat dianggap sebagai pengganti dari kepemilikan kas. Kehadiran aset yang likuid ini dapat memengaruhi tingkat *cash holdings* perusahaan. Ketika ada sumber likuiditas alternatif yang tersedia, teori trade-off memperkirakan bahwa perusahaan kemudian akan memiliki lebih sedikit uang tunai, karena aset likuid dapat dilikuidasi setiap kali ada kebutuhan akan uang tunai (Wasiuzzaman, 2014). Hal ini sesuai dengan motif transaksi dalam memegang kas. Hu et al. (2018) dalam penelitiannya menemukan bahwa NWC berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*.

H<sub>5</sub>: *Non-cash Net Working Capital* (NWC) berhubungan negatif terhadap *Cash Holdings*

Berdasarkan hubungan *firm size*, *growth opportunity*, *firm age*, *leverage*, dan *non-cash net working capital* serta teori-teori yang berhubungan dengan variabel, maka dapat ditarik kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut:



Gambar 1  
Kerangka Pemikiran Teoritis



## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian

*Cash holdings* umumnya didefinisikan sebagai kas dan surat berharga atau setara kas yang dipegang oleh perusahaan (Opler et al., 1999). Kas merupakan aset yang sangat lancar, yang dapat dikonversi menjadi uang tunai dalam jangka yang sangat pendek. Dengan demikian, kas merupakan aset perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi.

Ukuran perusahaan atau *size* merupakan suatu pengukuran perusahaan yang dapat dilihat dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut (Hassan et al., 2014). Berdasarkan total aset yang dimiliki oleh perusahaan, perusahaan dapat dikelompokkan menjadi perusahaan besar, sedang dan kecil. Total aset tersebut yang mencerminkan ukuran dari perusahaan.

*Growth opportunity* merupakan kesempatan perusahaan untuk bertumbuh di masa yang akan datang (Mai, 2006). Penelitian untuk mengukur *growth opportunity* suatu perusahaan adalah dengan menggunakan *sales growth* (pertumbuhan penjualan), dimana membandingkan perubahan penjualan tahun  $t$  terhadap penjualan tahun  $t-1$ .

Umur perusahaan menandakan seberapa lama perusahaan sudah beroperasi yang diukur dari tahun dimana perusahaan berdiri. Penelitian untuk mengukur umur perusahaan dilakukan dengan logaritma natural ( $\ln$ ) dari umur perusahaan, diukur mulai tahun dimana perusahaan berdiri.

*Leverage* merupakan penggunaan utang atau pinjaman untuk mendanai aktivitas operasi maupun investasi perusahaan. Penelitian untuk mengukur *leverage* perusahaan dilakukan dengan menggunakan salah satu dari rasio keuangan, yaitu rasio total utang terhadap total aset (*debt-to-total asset ratio*).

*Non-cash net working capital* adalah selisih antara aset lancar terbatas dan utang jangka pendek atau utang lancar (Blondelle, 2018).





**Populasi dan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2016-2019. Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar saat penelitian ini dilakukan adalah sebanyak 184 perusahaan. Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah dengan *sampling method* menggunakan *purposive sampling* yang dilakukan dengan pemilihan sampel dengan kriteria tertentu. Setelah dilakukan seleksi sampel berdasarkan kriteria, diperoleh 12 perusahaan yang lolos kriteria sampel.

**Metode Analisis**

Dalam penelitian ini metode yang digunakan untuk mengumpulkan data yang dibutuhkan yaitu menggunakan metode dokumentasi. Metode analisis dalam penelitian ini adalah dengan melakukan analisis kuantitatif yang dinyatakan dengan angka-angka yang dalam perhitungannya menggunakan metode statistik yang dibantu dengan teknologi komputer, yaitu SPSS (*Statistical Packages for the Social Sciences*) versi 24 Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan metode analisis Regresi Linear Berganda. Persamaan Regresi dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$CashHoldings = \alpha + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \beta_4 X4_{it} + \beta_5 X5_{it} + \epsilon_{it}$$

- CashHoldings* = Rasio total kas dibanding total aset
- $\alpha$  = Konstanta
- $\beta_1-\beta_5$  = Koefisien Regresi
- $X_1$  = *Firm Size*
- $X_2$  = *Growth Opportunity*
- $X_3$  = *Firm Age*
- $X_4$  = *Leverahe*
- $X_5$  = *Non-cash net working capital*
- $e$  = *Error*

**HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

**Statistik Deskriptif**

**Tabel 1**  
**Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<i>Cash holdings</i>	444	,00	,70	,0930	,11559
<i>Firm size</i>	444	9,38	24,97	17,2668	3,80395
<i>Growth opportunity</i>	444	-,96	1,93	,0421	,23658
<i>Firm age</i>	444	17,00	102,00	40,5495	14,11753
<i>Leverage</i>	444	,05	5,07	,5535	,55275
<i>Non-cash net working capital</i>	444	-,39	,88	,0177	,10929
Valid N (listwise)	444				

Sumber: IBM SPSS 24, diolah

Variabel cash holdings memiliki nilai minimum sebesar 0,00 dan nilai maksimum sebesar 0,70 dengan rata-rata sebesar 0,09 dan standar deviasi sebesar 0,12.

Selanjutnya firm size memiliki nilai minimum sebesar 9,38 dan nilai maksimum sebesar 24,97 dengan rata-rata sebesar 17,27 dan standar deviasi sebesar 3,80.

Variabel growth opportunity memiliki nilai minimum sebesar -0,96 dan nilai maksimum sebesar 1,93 dengan rata-rata sebesar 0,04 dan standar deviasi sebesar 0,24.

Variabel firm age memiliki nilai minimum sebesar 17,00 dan nilai maksimum sebesar 102,00 dengan rata-rata sebesar 40,55 dan standar deviasi sebesar 14,12. Selanjutnya variabel leverage memiliki nilai minimum sebesar 0,05 dan nilai maksimum sebesar 5,07 dengan rata-rata sebesar 0,55 dan standar deviasi sebesar 0,55.

Variabel non-cash net working capital memiliki nilai minimum sebesar - 0,39 dan nilai maksimum sebesar 0,88 dengan rata-rata sebesar 0,02 dan standar deviasi sebesar 0,11.



### Pembahasan Hasil Penelitian

Setelah melewati tahap uji asumsi klasik, pengujian menggunakan uji statistik t dilakukan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara signifikan. Signifikan atau tidaknya dapat dilihat pada kolom Signifikan, jika  $t$  dibawah 0,05 maka  $H_0$  ditolak dan bisa dikatakan variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen, jika  $t$  diatas 0,05 maka  $H_0$  diterima dan bisa dikatakan variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

**Tabel 2**  
**Uji Statistik t**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
	B	Std. Error	Coefficients Beta		
(Constant)	,179	,027		6,657	,000
SIZE	-,003	,001	-,094	-1,991	,047
GROWTH	,054	,023	,111	2,395	,017
AGE	-,001	,000	-,036	-,765	,445
LEVERAGE	-,044	,010	-,212	-4,568	,000
NWC	-,129	,049	-,122	-2,657	,008

Sumber: IBM SPSS 24, diolah

Berdasarkan Tabel 2, SIZE memiliki nilai beta -0.094 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,047, hal ini berarti *Firm Size* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Dengan demikian, hipotesis 1 diterima. Ukuran adalah salah satu karakteristik perusahaan yang dapat mempengaruhi kepemilikan kas secara signifikan. Jika perusahaan ingin menerbitkan utang, mereka harus membayar biaya tetap untuk mendapatkan pinjaman. Biaya-biaya yang dikeluarkan untuk mendapatkan pinjaman ini bersifat tetap, terlepas dari besarnya pinjaman. Karena biaya tetap ini tidak sebanding dengan jumlah pinjaman, perusahaan yang lebih kecil menghadapi biaya yang lebih tinggi karena biaya marjinal lebih tinggi (Blondelle, 2018). Selain itu skala ekonomis yang dimiliki oleh perusahaan besar memberikan keuntungan berupa akses yang lebih terbuka ke pasar modal, lebih sedikit kendala untuk meminjam di pasar modal dan biaya pembiayaan eksternal yang lebih rendah sehingga perusahaan yang lebih besar diharapkan mendapatkan pembiayaan dengan cara yang lebih mudah dan lebih murah (Titman & Wessels, 1988). Hasil penelitian ini sejalan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bigelli dan Sánchez-Vidal (2012) dalam penelitiannya yang menemukan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*.

GROWTH memiliki nilai beta hitung 0,111 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,017, hal ini berarti *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan, maka dari itu hipotesis 2 diterima. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang baik cenderung membutuhkan lebih banyak pendanaan di masa depan untuk merealisasikan peluang pertumbuhan mereka. Bagi sebagian besar perusahaan, tidak mungkin untuk membiayai semua peluang investasi mereka dengan pendapatan operasional mereka sehingga mereka perlu mengakses pasar modal (Blondelle, 2018). Namun perusahaan lebih suka untuk tidak terlalu mengandalkan pendanaan eksternal karena tingginya biaya hutang dan ekuitas. Karena itu mereka lebih memilih untuk mempertahankan *cash holding* pada tingkat tertentu untuk mengurangi ketergantungan mereka pada pasar modal dan untuk menghindari kehilangan peluang investasi yang berharga. Teori pecking order juga konsisten dengan pernyataan diatas dimana teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan lebih suka berinvestasi dengan pendanaan internal mereka sendiri daripada mengandalkan utang atau ekuitas untuk membiayai peluang investasi mereka. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Lei et al. (2018) dalam penelitiannya yang menemukan bahwa *growth opportunity* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cash holdings*.

AGE memiliki nilai beta -0,036 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,445, hal ini berarti *Firm Age* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *cash holdings*. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan, maka dari itu hipotesis 3 ditolak. Umur perusahaan menandakan seberapa lama perusahaan telah beroperasi. Semakin tua umur dari perusahaan, semakin besar pula



akses yang dimiliki untuk masuk ke pasar modal dan mempengaruhi kebijakan *cash holding* perusahaan (Oler dan Picconi, 2014). Karena perusahaan yang lebih tua memiliki akses yang besar terhadap pasar modal, maka mereka dengan mudah untuk memperoleh pendanaan eksternal dan cenderung memegang kas dalam jumlah yang sedikit. Dengan demikian, *firm age* merupakan salah satu faktor determinan kebijakan *cash holding* perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Magerakis et al. (2015) dalam penelitiannya yang menemukan bahwa *firm age* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*.

LEVERAGE memiliki nilai beta -0,212 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000, hal ini berarti *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan, maka dari itu hipotesis 4 diterima. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Wasiuzzaman (2014) dalam penelitiannya yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*. Hal tersebut menandakan bahwa tiap peningkatan *leverage* sebesar satu, akan menurunkan *cash holdings* sebesar satu. Teori pecking order mengatakan bahwa tingkat *cash holdings* berkurang ketika kebutuhan investasi melebihi laba ditahan dan meningkat ketika kebutuhan investasi kurang dari laba ditahan. Teori pecking order juga menyatakan bahwa tingkat utang tumbuh ketika kebutuhan investasi melebihi laba ditahan dan kas yang tersedia dan berkurang ketika kebutuhan investasi kurang dari laba ditahan dan kas yang tersedia. Teori ini mengarah pada hipotesis bahwa ada hubungan negatif antara rasio *leverage* dan *cash holdings* (Blondelle, 2018).

NWC memiliki nilai beta -0,122 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,008, hal ini berarti *Non-cash net working capital* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan, maka dari itu hipotesis 5 diterima. Penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh penelitian Hu et al. (2018) dalam penelitiannya yang menemukan bahwa NWC berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*. Hal tersebut menandakan bahwa tiap peningkatan modal kerja bersih sebesar satu, akan menurunkan *cash holdings* sebesar satu. NWC dan kas dipandang sebagai pengganti. Karena NWC dapat menjadi sumber dana internal, dapat dianggap sebagai pengganti dari kepemilikan kas. Kehadiran aset yang likuid ini dapat memengaruhi tingkat *cash holdings* perusahaan. Ketika ada sumber likuiditas alternatif yang tersedia, teori trade-off memperkirakan bahwa perusahaan kemudian akan memiliki lebih sedikit uang tunai, karena aset likuid dapat dilikuidasi setiap kali ada kebutuhan akan uang tunai (Wasiuzzaman, 2014). Hal ini sesuai dengan motif transaksi dalam memegang kas.

## KESIMPULAN

Setelah dilakukan analisis, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *firm size*, *leverage*, dan *non cash net working capital* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cash holdings*. Sedangkan *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holdings*. Temuan tersebut menerima H1, H2, H4, dan H5 dalam penelitian ini sekaligus mendukung penerapan teori trade-off dan teori pecking order pada *cash holdings*. Sementara itu, *firm age* ditemukan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *cash holdings*. Alhasil, H3 dalam penelitian ini ditolak.

Selama proses penelitian dilakukan, terdapat keterbatasan penelitian yang dijumpai yaitu nilai koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) pada penelitian ini hanya sebesar 8,8%. Hal ini berarti masih terdapat 91,2% faktor-faktor lain di luar variabel yang digunakan pada penelitian yang dapat memperjelas kebijakan *cash holdings* perusahaan.

Menurut temuan penelitian, ada beberapa saran yang dapat diberikan. Bagi perusahaan, sebaiknya manajer perlu memperhatikan kondisi operasional serta kondisi pembiayaan perusahaan. Kondisi operasional perusahaan dalam hal ini yaitu profitabilitas, belanja modal, modal kerja bersih, serta arus kas dapat menjadi pertimbangan untuk menentukan tingkat *cash holding* dengan menimbang *marginal cost* dan *marginal benefit*. Kondisi perusahaan terkait keputusan pembiayaan seperti *leverage* yang tinggi dapat menimbulkan kesulitan keuangan apabila tidak diantisipasi sehingga perusahaan perlu mengalokasikan kas untuk motif berjaga-jaga. Kondisi lain seperti pembayaran dividen, menjelang perusahaan membayarkan dividen ke pemegang saham, likuiditas perusahaan harus terjaga dengan baik sehingga perusahaan dapat memenuhi kewajiban serta dapat berimbas pada meningkatnya kepercayaan dan ketertarikan dari investor. Ukuran perusahaan juga menjadi determinan penentu lain mengingat perusahaan-perusahaan besar ditemukan mempunyai skala ekonomi serta diversifikasi usaha sehingga ketahanan kas dalam perusahaan relative stabil.





Bagi penelitian selanjutnya, nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada penelitian kali ini yang hanya sebesar 8,8% menyebabkan masih ada 91,2% faktor-faktor lain dari variabel yang dapat diteliti untuk menjelaskan cash holdings dari suatu perusahaan. Penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan proksi-proksi lain untuk mengukur cash holdings, seperti rasio net cash terhadap total aset, dan logaritma natural dari cash. Selain itu, Rentang waktu penelitian dapat menjadi lebih panjang, yaitu dikisaran 10-20 tahun, sehingga hasil penelitian yang diperoleh dapat lebih mencerminkan keadaan yang sebenarnya.

## REFERENSI

- Bates, T. W., & Kahle, K. M. (2009). Why Do U . S . Firms Hold So Much More Cash than They Used To ?, *LXIV*(5), 1985–2021.
- Bigelli, M., & Sánchez-Vidal, J. (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking and Finance*, *36*(1), 26–35. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.06.004>
- Blondelle, S. (2018). *The Determinants of Holdings : Evidence From Belgian Firms*. Universiteit Gent.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Financial and Quantitative Analysis*, *1*(38), 111–113.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, *10*(2), 295–319.
- Fritz Foley, C., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, *86*(3), 579–607. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.006>
- Hassan, N. U., Imran, M. M., Amjad, M., & Hussain, M. (2014). Effects of Working Capital Management on Firm Performance: An Empirical Study of Non-financial listed Firms in Pakistan. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, *4*(6), 2222–6990.
- Hu, Y., Li, Y., & Zeng, J. (2018). Stock liquidity and corporate cash holdings. *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.06.018>
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, *76*(2), 323–329.
- Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2018). Asset tangibility, cash holdings, and financial development. *Journal of Corporate Finance*, *50*, 223–242. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.03.008>
- Mai, M. U. (2006). Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta. *Ekonomika*, 228–245.
- Myers, S. (1984). Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, (1393).
- Oler, D. K., & Picconi, M. P. (2014). Implications of Insufficient and Excess Cash for Future Performance. *Contemporary Accounting Research*, *31*(1), 253–283.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, *52*(1), 3–46.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance*, *28*(9), 2103–2134. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.08.003>
- Tahir, M. S., Alifiah, Mohd Norfian, Arshad, M. U., & Saleem, F. (2016). Financial Theories with a Focus on Corporate Cash Holding Behavior: A Comprehensive Review. *International Journal of Economics and Financial Issues*, *6*(S3). Retrieved from <http://www.econjournals.com>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, *43*(1), 1–19.
- Wasiuzzaman, S. (2014). Analysis of corporate cash holdings of firms in Malaysia. *Journal of Asia Business Studies*, *8*(2), 118–135. <https://doi.org/10.1108/JABS-10-2012-0048>