

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI KEBIJAKAN *CASH HOLDING* (Studi pada Perusahaan Syariah Non-Keuangan yang Terdaftar di *Jakarta Islamic Index (JII) 70* Periode 2018-2022)

Savira Oktavianti, Wisnu Mawardi ¹

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

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of firm size (SIZE), leverage (LEV), dividend payment (DIVID), profitability (PROF), growth opportunity (GROWTH), capital expenditure (CAPEX), net working capital (NWC), and operating cash flow (OCF) variables empirically on the determination of cash holding policy (CASH) in non-financial shariah companies listed on the Jakarta Islamic Index (JII) in the period 2018-2022. This research uses secondary data collected from Bloomberg financial data. The data used is in the form of financial statements of non-financial shariah companies from 2018-2022. Based on a total of 70 available shariah companies, 56 companies were selected as samples in this study. The data was then compiled and analyzed using the panel data regression analysis method. Based on the result of hypothesis testing through the F test, it can be concluded that the variables SIZE, LEV, DIVID, PROF, GROWTH, CAPEX, NWC, and OCF jointly affect CASH. Furthermore, the t test proves that the variables SIZE, CAPEX, NWC, and OCF have a significant positive effect on CASH. Meanwhile, the DIVID variable has a significant negative effect on CASH. LEV, variable has a negative effect, PROF and GROWTH have a positive effect, but three are insignificant to CASH.

Keywords: Cash Holding, Financial Factor, Shariah Company, Islamic Finance

PENDAHULUAN

Dalam konteks kekurangan atau kelebihan uang tunai, muncul kekhawatiran terkait risiko dan ketidakpastian bisnis. Menentukan tingkat kepemilikan kas yang optimal menjadi inti dari tantangan keuangan, risiko dan tata kelola perusahaan (Chen et al., 2020). Oleh karena itu, penting untuk memahami dan menilai secara empiris faktor-faktor yang dapat memengaruhi jumlah kas yang dimiliki. Menurut Aisyah et al. (2020), manajemen kas merupakan suatu sistem pengelolaan perusahaan yang mengatur pergerakan arus kas, dan bertujuan untuk menjaga likuiditas perusahaan serta optimalisasi pemanfaatan dana kas yang tidak digunakan (*idle cash*). Menentukan tingkat *cash holding* perusahaan merupakan keputusan penting bagi manajer keuangan. Manajer keuangan harus mengambil keputusan apakah akan mengalokasikan dana tersebut untuk investasi, menyimpannya sebagai cadangan untuk keperluan perusahaan di masa yang akan datang, melakukan pembelian saham, atau mendistribusikannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Kurang optimalnya pengambilan keputusan kas dapat menyulitkan pertumbuhan perusahaan dan menghambat kemampuan untuk mengantisipasi biaya-biaya yang tidak terduga.

Penelitian ini menyelidiki berbagai faktor yang diperkirakan memengaruhi kebijakan *cash holding* perusahaan, termasuk diantaranya adalah *firm size*. Perusahaan besar memiliki kecenderungan yang lebih rendah dalam mengalami asimetri informasi, menyebabkan manajer mereka memperoleh tingkat fleksibilitas lebih tinggi dalam

¹ Corresponding author

merancang kebijakan keuangan, yang pada akhirnya meningkatkan jumlah uang tunai (Al-Najjar, 2013). Selain itu, menurut Opler et al. (1999) perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi menunjukkan cadangan kas yang terbatas, hal ini disebabkan oleh kewajiban mereka untuk membayar cicilan utang beserta bunganya. Alnori et al. (2022) mengatakan bahwa perusahaan yang membayar dividen dapat menggantikan biaya penyimpanan kas dengan mengurangi jumlah pembayaran dividen kepada investor. Faktor lain yang diduga memengaruhi kebijakan *cash holding* adalah *profitability*. Menurut Guizani (2017) perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung memiliki kemampuan untuk menghasilkan arus kas yang lebih besar. Berdasarkan empat motif utama dalam memegang uang tunai (Bates et al., 2009), perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan dan investasi tambahan, menimbun cadangan kas mereka untuk perlindungan terhadap guncangan arus kas yang merugikan (Hussain et al., 2023). Melakukan belanja modal yang tinggi akan menghadapi perusahaan pada kebangkrutan finansial, sehingga perusahaan harus mempertahankan kelebihan cadangan kas (Riddick & Whited, 2017). Menurut Sethi & Swain (2020), perusahaan yang memiliki jumlah kas yang besar, akan mengalami peningkatan *net working capital*, dikarenakan kas merupakan salah satu komponen dari modal kerja bersih. Sementara itu, Diaw (2021), mengatakan bahwa perusahaan yang berhasil membangun cadangan kas dalam jumlah besar dari arus kas yang berkelanjutan dapat melakukan investasi dengan risiko finansial yang lebih kecil.

Tujuan dari penelitian ini untuk mengisi kesenjangan dengan menyelidiki apakah faktor-faktor berpengaruh yang umumnya digunakan dalam kepemilikan kas perusahaan berbeda antara perusahaan yang patuh terhadap prinsip syariah dan konvensional. Menurut teori keuangan Islam, perusahaan yang menggunakan prinsip syariah tunduk pada berbagai batasan untuk mempertahankan status kepatuhannya (Alnori & Alqahtani, 2019). Syariah sendiri merupakan sistem hukum Islam yang berasal dari prinsip-prinsip agama Islam, terutama Al-Quran dan sunnah (Rehman, 2007). Pembatasan ini memengaruhi berbagai tingkatan bisnis, termasuk praktik pembiayaan, investasi, operasional, dan manajemen risiko; perusahaan yang tidak menggunakan prinsip syariah tidak tunduk pada pembatasan tersebut (Ahmed, 2009).

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Kepemilikan kas atau *cash holding* dimaknai sebagai sejumlah kas yang tersedia di perusahaan, yang dapat digunakan untuk berinvestasi dalam aset fisik atau untuk dibagikan kepada para investor (Gill & Shah, 2011). Tujuan dari *cash holding* adalah untuk memastikan ketersediaan kas bagi perusahaan dalam mendukung kelancaran operasionalnya (Almagribi et al., 2022).

Strategi perusahaan dalam menjaga tingkat kas sebagaimana yang diungkapkan oleh Bates et al (2009), berkaitan dengan empat motif utama yang menjadi dasar dalam pengambilan keputusan terkait pemeliharaan kas. Motif transaksi, yang merupakan motif pertama, mencakup penahanan kas untuk memenuhi kebutuhan transaksi rutin perusahaan. Motif kedua adalah berjaga-jaga, yang mengacu pada kebijakan perusahaan dalam menyimpan dana tambahan sebagai langkah persiapan menghadapi situasi yang tidak dapat diprediksi sebelumnya. Motif pajak merujuk pada keputusan perusahaan untuk mempertahankan kas daripada membayar dividen, karena tingginya beban pajak yang harus ditanggung oleh perusahaan. Sedangkan motif keagenan melibatkan manajer yang cenderung mempertahankan kas alih-alih membayarkannya kepada pemegang saham

ketika perusahaan menghadapi peluang investasi yang kurang menguntungkan, sehingga mereka memanfaatkan dana kas yang tidak digunakan tersebut untuk keuntungan pribadi.

Alnori et al. (2022) menyatakan terdapat tiga teori yang memainkan peran penting dalam menjelaskan keputusan cash holding perusahaan yaitu, teori *trade-off*, teori *pecking order*, dan teori *free cash flow*. Menurut teori *trade-off*, perusahaan menetapkan target *cash holding* yang menyeimbangkan keuntungan dan kerugian dari kepemilikan aset likuid (SC Myers, 1977). Di sisi lain, menurut Myers & Majluf (1983), teori *pecking order* yang berakar pada asimetri informasi, mengindikasikan bahwa penetapan target kepemilikan kas sebaiknya dihindari, dan perusahaan seharusnya memprioritaskan penggunaan dana internal sebagai sumber pembiayaan utama, diikuti oleh utang dan ekuitas. Terakhir, teori *free cash flow* mengungkapkan bahwa manajer perusahaan memiliki insentif untuk menahan lebih banyak kas sebagai upaya meningkatkan kontrol mereka atas aset dan memperoleh kekuasaan diskresioner (Jensen, 1986).

Pengaruh Firm Size terhadap Cash Holding

Teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan besar lebih cenderung memegang kas dalam jumlah besar untuk memaksimalkan fleksibilitas finansial mereka dan mengurangi ketergantungan pada pendanaan eksternal yang mungkin lebih mahal atau sulit diakses dalam jangka pendek. Opler et al. (1999) berpendapat bahwa perusahaan besar berkinerja lebih baik dan memiliki lebih banyak sumber daya seperti uang tunai, dibandingkan dengan perusahaan kecil, sehingga menjadi wajar bagi mereka untuk memiliki cadangan uang tunai yang lebih besar. Hal serupa juga dikemukakan oleh Guizani (2017), yang menegaskan bahwa kepemilikan kas meningkat seiring dengan ukuran perusahaan, dikarenakan perusahaan yang lebih besar diharapkan lebih *profitable* secara historis dan dengan demikian mengumpulkan lebih banyak uang tunai. Dengan demikian semakin besar ukuran perusahaan, semakin tinggi pula *cash holding*. Beberapa penelitian yang mendukung pengaruh positif antara *firm size* dan *cash holding* yaitu Al-Najjar & Belghitar (2011), Guizani (2017), Jebran et al. (2019), dan Diaw (2021).

H1 : Firm size berpengaruh positif terhadap cash holding

Pengaruh Leverage terhadap Cash Holding

Berdasarkan teori *pecking order*, ketika perusahaan memiliki kas yang cukup dari laba ditahan, mereka cenderung mengurangi ketergantungan pada utang (*leverage*). Oleh karena itu, perusahaan dengan cadangan kas yang besar memiliki *leverage* yang rendah (Ferreira & Vilela, 2004; Kim et al., 1998). Dengan demikian, *leverage* dan *cash holding* dicirikan oleh hubungan negatif. Menurut argumen teori *free cash flow* (Jensen, 1986), perusahaan dengan *leverage* rendah kurang diawasi oleh pihak luar, dalam hal ini terhadap manajer, sehingga rentan menyebabkan adanya diskresi manajerial yang tinggi, ketika kas perusahaan berada dalam jumlah banyak. Para manajer dapat memanfaatkan kesempatan tersebut untuk mendapat keuntungan bagi diri mereka sendiri. Penelitian yang dilakukan oleh Opler et al. (1999), Kim et al. (1998), Alnori et al. (2022), Diaw (2021), dan Bugshan et al. (2021) mendukung penemuan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *cash holding*.

H2 : Leverage berpengaruh negatif terhadap cash holding

Pengaruh *Dividend Payment* terhadap *Cash Holding*

Teori *trade off* menyatakan bahwa perusahaan berusaha menyeimbangkan biaya dan manfaat dari memegang utang dan kas. Hal ini karena perusahaan yang membagikan dividen, dapat mengurangi biaya peluang menyimpan uang tunai dengan mengurangi pembayaran dividen (Al-Najjar & Belghitar, 2011). Perusahaan yang membagikan dividen kepada pemegang sahamnya lebih mampu menghimpun dana dengan biaya yang rendah ketika dibutuhkan dengan mengurangi pembayaran dividennya. Demikian pula Ozkan & Ozkan (2004) berpendapat bahwa biaya-biaya tersebut dapat dihindari oleh perusahaan yang sumber dana internalnya rendah dengan cara menjual aset, menerbitkan ekuitas (melalui pasar modal) atau bahkan memotong pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa berdasarkan teori *trade off*, *dividend payment* berpengaruh negatif terhadap *cash holding* yang didukung oleh penelitian Opler et al. (1999), dan Al-Najjar & Belghitar (2011).

H3 : *Dividend payment* berpengaruh negatif terhadap *cash holding*

Pengaruh *Profitability* terhadap *Cash Holding*

Perusahaan dengan profitabilitas yang lebih tinggi memiliki kecenderungan untuk mempertahankan tingkat kas yang besar karena menghasilkan lebih banyak laba (Guizani, 2017). Dengan memiliki cadangan kas yang cukup, perusahaan dapat meminimalkan ketergantungan pada sumber pendanaan eksternal yang sejalan dengan teori *pecking order*. Dana internal merupakan sumber pendanaan utama, oleh karena itu, bisnis yang menguntungkan dengan arus kas yang besar, memperoleh lebih banyak uang tunai. Dengan memiliki cadangan kas yang tinggi, perusahaan tersebut dapat mengatasi kebutuhan dana yang muncul tanpa harus mengandalkan utang atau penerbitan saham baru. Oleh karena itu, profitabilitas memiliki hubungan positif dengan *cash holding* suatu perusahaan. Pernyataan ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Alnori et al. (2022), dan Bugshan et al. (2021).

H4 : *Profitability* berpengaruh positif terhadap *cash holding*

Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Cash Holding*

Berdasarkan teori *trade off*, jika perusahaan memiliki potensi pertumbuhan (peluang penjualan yang meningkat di masa depan), maka perusahaan tersebut akan berusaha untuk tidak kehabisan uang tunai pada saat dibutuhkan dengan menerapkan motif kehati-hatian (Bigelli & Sánchez-vidal, 2012). Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan besar seringkali memerlukan lebih banyak dana tambahan untuk membiayai ekspansi mereka, namun juga berpotensi mengalami risiko kegagalan atau ketidakpastian dalam mencapai proyeksi pertumbuhan. Untuk menghindari biaya kesulitan keuangan, perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan memiliki kecenderungan untuk menyediakan cadangan kas agar tidak menghadapi risiko kekurangan uang tunai di masa depan (Jebran et al., 2019). Beberapa penelitian yang mendukung pengaruh positif antara *growth opportunity* dan *cash holding* antara Opler et al. (1999), dan Hussain et al. (2023).

H5 : *Growth opportunity* berpengaruh positif terhadap *cash holding*

Pengaruh *Capital Expenditure* terhadap *Cash Holding*

Teori *trade-off* menyatakan bahwa kepemilikan uang tunai memiliki hubungan positif dengan belanja modal (Alnori et al., 2022). Teori tersebut mengemukakan bahwa memiliki uang tunai dapat membantu perusahaan menghindari biaya pinjaman yang tinggi, sehingga memungkinkan mereka untuk menjalankan proyek investasi yang menguntungkan. Dalam konteks melakukan belanja modal yang besar, perusahaan mungkin memilih untuk memegang lebih banyak uang tunai atau aset likuid sebagai cadangan untuk memenuhi kebutuhan modal mereka (Opler et al., 1999). Bates et al. (2009) berpendapat bahwa belanja modal dapat digunakan sebagai proksi biaya kesulitan keuangan atau peluang investasi sehingga perusahaan harus mempertahankan kelebihan cadangan kas (Riddick & Whited, 2017). Lebih lanjut, Maheshwari & Rao (2017) berpendapat bahwa perusahaan dengan lebih banyak peluang investasi menyimpan lebih banyak uang tunai berdasarkan motif berjaga-jaga untuk menghindari guncangan makroekonomi yang parah serta kesulitan keuangan yang akan merugikan perusahaan. Beberapa penelitian yang mendukung pengaruh positif antara *capital expenditure* dan *cash holding* antara lain Guney et al. (2007), Huang et al. (2013), dan Opler et al. (1999).

H6 : *Capital expenditure* berpengaruh positif terhadap *cash holding*

Pengaruh *Net Working Capital* terhadap *Cash Holding*

Menurut Sethi & Swain (2020) peningkatan pada *net working capital* perusahaan, akan memengaruhi besarnya kas yang dimiliki, dikarenakan kas merupakan bagian dari modal kerja bersih. Jika aset lancar lebih besar dari liabilitas lancar, hal ini dapat mempengaruhi likuiditas perusahaan. Pada beberapa kondisi khusus seperti krisis, tidak semua aset lancar dapat diubah menjadi kas dengan mudah. Oleh sebab itu, berdasarkan motif berjaga-jaga, manajer perusahaan membuat cadangan kas guna menjaga likuiditas (Marfuah & Zulhilmi, 2015). Hal ini sangat penting, saat terjadi guncangan ekonomi, keberadaan kas dan aset lancar dapat menjadi penyelamat bagi perusahaan dari risiko kebangkrutan (Jinkar, 2011). Dalam konteks teori *trade off*, perusahaan menyeimbangkan antara biaya peluang dari memegang kas yang tidak diinvestasikan dan manfaat dari memegang kas untuk menghindari biaya kesulitan keuangan. Situasi ini menunjukkan adanya hubungan positif antara *net working capital* terhadap *cash holding* yang didukung oleh penelitian Gill & Shah (2011), dan Jebran et al. (2019).

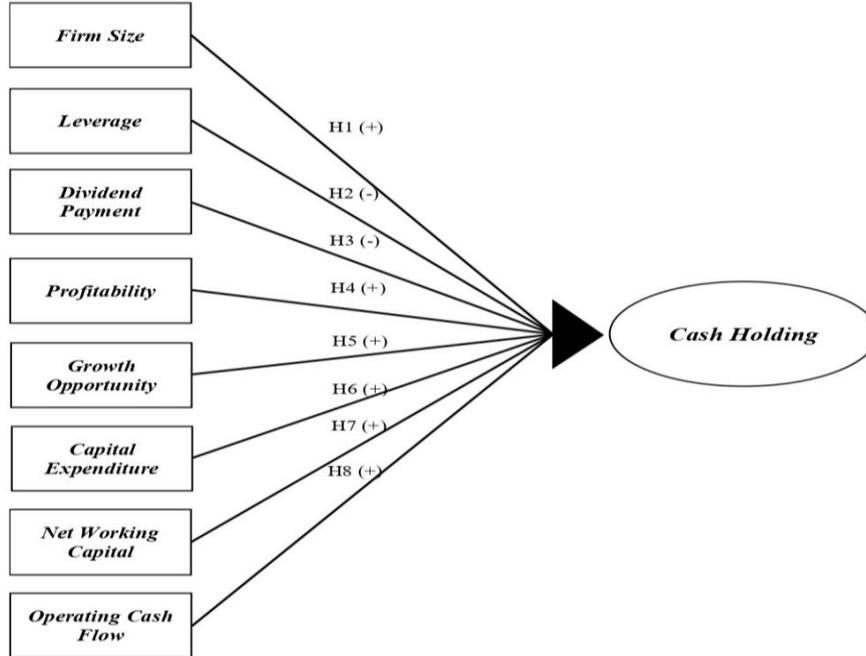
H7 : *Net working capital* berpengaruh positif terhadap *cash holding*

Pengaruh *Operating Cash Flow* terhadap *Cash Holding*

Perusahaan dengan arus kas yang lebih tinggi memiliki risiko yang lebih rendah karena mereka memiliki akses besar terhadap pendanaan internal untuk mendukung pertumbuhan perusahaan serta likuiditas yang cukup dalam menghadapi tantangan kesulitan keuangan. Tingginya arus kas operasional sering kali dianggap sebagai indikator kesehatan finansial perusahaan. Perusahaan dengan arus kas operasional yang kuat cenderung memiliki lebih banyak kas yang tersedia untuk disimpan. Untuk meminimalkan biaya asimetri informasi dan pendanaan lainnya, perusahaan lebih memilih menggunakan kas sebagai pilihan pertama dalam membiayai investasinya (Ferreira & Vilela, 2004; Guizani, 2017). Beberapa penelitian yang mendukung hubungan positif antara *operating cash flow* dan *cash holding* antara lain Diaw (2021), Jebran et al. (2019), Guizani (2017), Alnori et al. (2022), dan Bugshan et al. (2021).

H8 : *Operating cash flow* berpengaruh positif terhadap *cash holding*

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: Konsep penelitian yang diolah dari jurnal, 2024

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Tabel 1
Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi	Pengukuran	Skala
<i>Cash Holding</i>	Rasio untuk mengukur besaran kas dan setara kas terhadap total aset perusahaan	$CASH = \frac{Kas\ dan\ Setara\ Kas}{Total\ Aset}$	Rasio
<i>Firm Size</i>	Penggambaran besaran perusahaan berdasarkan parameter, pendapatan, total aset, dan total modal.	$SIZE = Ln\ Total\ Aset$	Ordinal
<i>Leverage</i>	Rasio yang mengukur besaran proporsi total perusahaan yang didanai oleh utang.	$LEV = \frac{Total\ Liabilitas}{Total\ Aset}$	Rasio

<i>Dividend Payment</i>	Pengukuran pengalokasian sebagian laba yang diperoleh oleh suatu perusahaan yang dibagikan kepada para investor pada periode tertentu.	$DIVID =$ Variabel <i>dummy</i> yang bernilai 1 jika perusahaan membayar dividen dan 0 jika sebaliknya	Ordinal
<i>Profitability</i>	Rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan.	$PROF = \frac{\text{Laba Setelah Bunga dan Pajak}}{\text{Total Aset}}$	Rasio
<i>Growth Opportunity</i>	Rasio yang mengukur kemungkinan peluang investasi di masa depan terhadap aset yang dimiliki perusahaan.	$GROWTH = \frac{\text{Penjualan } t - \text{Penjualan } (t - 1)}{\text{Penjualan } (t - 1)}$	Rasio
<i>Capital Expenditure</i>	Rasio yang mengukur besaran belanja modal dari investasi dengan harapan akan menghasilkan aliran arus kas di masa yang akan datang.	$CAPEX = \frac{\left(\begin{array}{l} \text{Aktiva Tetap Bersih } t \\ - \text{Aset Tetap Bersih } (t - 1) \\ + \text{Penyusutan} \end{array} \right)}{\text{Total Aset}}$	Rasio
<i>Net Working Capital</i>	Rasio yang mengukur besaran modal kerja bersih sebagai pengganti kas perusahaan.	$NWC = \frac{\text{Aset Lancar} - \text{Liabilitas Lancar}}{\text{Total Aset}}$	Rasio
<i>Operating Cash Flow</i>	Rasio yang mengukur besaran arus kas operasi terhadap total aset perusahaan.	$OFC = \frac{\text{Arus Kas Bersih Operasi}}{\text{Total Aset}}$	Rasio

Sumber: Konsep penelitian yang diolah dari jurnal, 2024

Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan syariah non-keuangan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* (JII) (70) periode 2018-2022. Adapun pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu yang sesuai dengan penelitian. Adapun kriteria sampel yang ditetapkan antara lain perusahaan syariah non-keuangan yang terdaftar *Jakarta Islamic Index* (JII) (70) periode

2018-2022, perusahaan syariah non-keuangan yang menerbitkan laporan keuangan tahunan (*annual report*) berturut-turut selama periode 2018-2022, dan perusahaan syariah non-keuangan yang menerbitkan data secara lengkap periode 2018-2022. Berdasarkan kriteria tersebut, sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 56 perusahaan syariah non-keuangan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* tahun 2018-2022.

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis data panel yang merupakan gabungan antara data deret waktu (*time series*) dan data deret lintang (*cross section*). Dalam penelitian ini, analisis data panel digunakan untuk menguji pengaruh *firm size*, *leverage*, *dividend payment*, *profitability*, *growth opportunity*, *capital expenditure*, *net working capital*, dan *operating cash flow* sebagai variabel independen terhadap *cash holding* yang menjadi variabel dependen para perusahaan syariah non-keuangan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII) 70. Adapun langkah-langkah dalam melakukan pengujian analisis data panel antara lain melakukan uji statistik deskriptif, mengestimasi model regresi dengan menggunakan data panel, memilih model regresi data panel, melakukan uji asumsi klasik, dan melakukan uji hipotesis.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<i>Cash Holding</i>	280	0,001	0,542	0,13840	0,08882
<i>Firm Size</i>	280	27,901	33,655	30,78295	1,124602
<i>Leverage</i>	280	0,000	0,611	0,20700	0,155028
<i>Dividend Payment</i>	280	0	1	0,75	0,432
<i>Profitability</i>	280	-0,157	0,557	0,08041	0,087732
<i>Growth Opportunity</i>	280	-0,748	3,676	0,16322	0,418924
<i>Capital Expenditure</i>	280	0,000	0,185	0,04678	0,037769
<i>Net Working Capital</i>	280	-0,428	0,647	0,18092	0,185382
<i>Operating Cash Flow</i>	280	-0,190	0,481	0,11677	0,104952

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2024

Berdasarkan tabel 1 di atas, dapat dilihat bahwa terdapat data dengan persebaran yang rendah dan tinggi. Tingkat persebaran tersebut dapat dilihat dari nilai *standard deviation* masing-masing variabel. Variabel yang memiliki persebaran data tinggi ditunjukkan oleh nilai *standard deviation* yang lebih tinggi dari nilai rata-rata (*mean*) diantaranya *profitability*, *growth opportunity*, dan *net working capital*.

Estimasi Model Regresi Data Panel

Tabel 2
Estimasi Model Regresi Data Panel

Pengujian	Hasil
Uji Chow	<i>Fixed Effect Model</i> (FEM)
Uji Hausman	<i>Fixed effect Model</i> (FEM)

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2024

Berdasarkan dua pengujian estimasi model regresi data panel yang dilakukan, yaitu pada uji Chow dan uji Hausman, model regresi yang terpilih dalam penelitian ini adalah *fixed effect model* (FEM).

Analisis Regresi Data Panel

Tabel 3
Hasil regresi Data Panel (FEM)

Dependent Variable: CASH
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/23/24 Time: 22:40
 Sample: 2018 2022
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 56
 Total panel (balanced) observations: 280

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.844862	0.401442	-2.104567	0.0365
SIZE	0.029293	0.013097	2.236559	0.0263
LEV	-0.003152	0.038599	-0.081668	0.9350
DIVID	-0.018467	0.008089	-2.282897	0.0234
PROF	0.031227	0.057898	0.539344	0.5902
GROWTH	0.000297	0.007132	0.041653	0.9668
CAPEX	0.226454	0.108823	2.080935	0.0386
NWC	0.499809	0.041780	11.96275	0.0000
OFC	0.117598	0.042866	2.743390	0.0066

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.856289	Mean dependent var	0.138407
Adjusted R-squared	0.814374	S.D. dependent var	0.088905
S.E. of regression	0.038304	Akaike info criterion	-3.488877
Sum squared resid	0.316919	Schwarz criterion	-2.658068
Log likelihood	552.4428	Hannan-Quinn criter.	-3.155639
F-statistic	20.42888	Durbin-Watson stat	1.690226
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2024

Berdasarkan tabel 3 di atas, persamaan regresi data panel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{CASH} = -0,845 + 0,029 \text{ SIZE} - 0,003 \text{ LEV} - 0,018 \text{ DIVID} + 0,031 \text{ PROF} + 0,000 \text{ GROWTH} + 0,226 \text{ CAPEX} + 0,499 \text{ NWC} + 0,118 \text{ OCF}$$

Uji Statistik F

Hasil uji F pada tabel 3 menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,000. Tingkat signifikansi yang digunakan adalah 0,005 atau 5%. Kesimpulannya, nilai probabilitas lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi ($0,000 < 0,005$). Hal ini berarti secara keseluruhan variabel independent *firm size*, *leverage*, *dividend payment*, *profitability*, *growth opportunity*, *capital expenditure*, *net working capital*, dan *operating cash flow* secara bersama-sama berpengaruh terhadap *cash holding*.

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Hasil uji koefisien determinasi pada tabel 3 menunjukkan nilai *Adjusted R²* sebesar 81,4%. Artinya, variasi *cash holding* yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel

independen SIZE, LEV, PROF, GROWTH, CAPEX, NWC, dan OCF sebesar 81,4%. Sedangkan sisanya sebesar 18,6% dapat dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model regresi.

Uji Statistik t

Pada tabel 4.11, menunjukkan bahwa delapan variabel yang ada pada model regresi, variabel *firm size* (SIZE), *dividend payment* (DIVID), *capital expenditure* (CAPEX), *net working capital* (NWC), dan *operating cash flow* (OCF) signifikan berpengaruh terhadap *cash holding* (CASH). Hal ini terbukti pada signifikansi SIZE sebesar 0,0263 ($p < 0.05$), DIVID sebesar 0,0234 ($p < 0.05$), CAPEX sebesar 0,0386 ($p < 0.05$), NWC sebesar 0,0000 ($p < 0.05$), dan OCF sebesar 0,0066 ($p < 0.05$) yang secara keseluruhan berada di bawah 0,05. Sementara itu, variabel *leverage* (LEV) memiliki nilai signifikansi sebesar 0,9350 ($p > 0,05$), *profitability* (PROF) sebesar 0,5902 ($p > 0,05$), dan *growth opportunity* (GROWTH) sebesar 0,9668 ($p > 0,05$) terbukti bahwa ketiga variabel tersebut tidak memiliki pengaruh signifikan secara statistik terhadap *cash holding*.

Pengaruh Firm Size terhadap Cash Holding

Hasil penelitian memperlihatkan pengaruh yang positif antara *firm size* terhadap *cash holding*. Menurut teori *pecking order*, perusahaan berskala besar memiliki kinerja yang lebih baik sehingga perlu mengakumulasi volume kas yang tinggi dibandingkan perusahaan kecil (Jebran et al., 2019). Transaksi keuangan dan operasional perusahaan besar membutuhkan likuiditas yang tinggi, untuk itulah diperlukan dalam mempertahankan jumlah kas yang lebih besar. Selain itu, berdasarkan pengaruh positif yang ditujukan variabel *firm size*, dapat diketahui bahwa manajer perusahaan besar syariah-non-keuangan lebih memilih menggunakan keuangan internal daripada eksternal untuk mendanai peluang investasi yang menguntungkan. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar & Belghitar (2011), Guizani (2017), Jebran et al. (2019), dan Diaw (2021) yang menunjukkan pengaruh positif antara *firm size* terhadap *cash holding*.

Pengaruh Leverage terhadap Cash Holding

Pengujian hasil pengaruh *leverage* terhadap *cash holding* menunjukkan hubungan yang negatif namun tidak signifikan. Berdasarkan teori *pecking order*, perusahaan lebih memilih menggunakan pendanaan internal (kas) sebelum beralih ke utang atau ekuitas. Ketika perusahaan memiliki kas yang cukup dari laba ditahan, mereka cenderung mengurangi ketergantungan pada utang (*leverage*). Oleh karena itu, perusahaan dengan cadangan kas yang besar memiliki *leverage* yang rendah. Adanya pengaruh tidak signifikan mengindikasikan bahwa perusahaan mungkin sudah memiliki sistem pengelolaan kas yang baik, sehingga meskipun berutang, mereka tetap dapat mempertahankan kas yang cukup. Selain itu, perusahaan bisa mendapatkan kas dari berbagai sumber selain utang, seperti penjualan aset atau investasi ekuitas. Sehingga perusahaan tidak perlu menyediakan kas dalam jumlah terlalu besar. Hasil penelitian ini didukung oleh Maxentia et al. (2022), Mesfin (2016), Ningrum & Widoretno (2023) dan Jamil et al. (2016) yang menemukan hubungan negatif tidak signifikan antara *leverage* dan *cash holding*.

Pengaruh *Dividend Payment* terhadap *Cash Holding*

Pengaruh negatif *dividend payment* terhadap *cash holding* yang ditunjukkan pada hasil penelitian, membuat pengajuan hipotesis diterima. Menurut teori *trade off*, perusahaan yang memutuskan untuk membayar dividen, memiliki kemampuan untuk mengurangi dividen dalam mengumpulkan dana yang dibutuhkan (Moolchandani & Kar, 2022). Hal ini sama seperti yang dikemukakan oleh Drobetz & Grüninger (2007), bahwa perusahaan yang saat ini mengalokasikan dana untuk pembayaran dividen dapat menghimpun dana dengan biaya yang lebih rendah dengan tidak membayarkan dividennya, sehingga mereka tidak memerlukan tingkat kas dalam jumlah besar. Menurut Opler et al. (1999), jika perusahaan mengalami kekurangan likuiditas, perusahaan dapat mengatasi situasi tersebut dengan cara tidak melakukan pembayaran dividen. Temuan hasil yang negatif pada variabel *dividend payment* sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Opler et al. (1999), dan Al-Najjar & Belghitar (2011).

Pengaruh *Profitability* terhadap *Cash Holding*

Hasil penelitian, memperlihatkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *cash holding*. Perusahaan dengan profitabilitas yang lebih tinggi memiliki kecenderungan untuk mempertahankan tingkat kas yang besar karena menghasilkan lebih banyak laba (Guizani, 2017). Dengan memiliki cadangan kas yang cukup, perusahaan dapat meminimalkan ketergantungan pada sumber pendanaan eksternal yang sejalan dengan teori *pecking order*. Adanya hubungan yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa laba yang diperoleh perusahaan cenderung digunakan untuk membiayai kegiatan operasional sehari-hari. Dengan demikian, laba tidak disimpan sebagai kas, melainkan langsung digunakan untuk mendukung operasi bisnis (Romadhoni et al., 2019). Selain itu, perusahaan mungkin menggunakan laba untuk membayar kembali pinjaman atau mengurangi utang. Penelitian yang dilakukan oleh Bugshan (2022), Ningrum & Widoretno (2023), Romadhoni et al. (2019), dan Maxentia et al. (2022) menemukan hubungan positif tidak signifikan antara *profitability* dan *cash holding* perusahaan.

Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Cash Holding*

Berdasarkan hasil penelitian, *growth opportunity* memperlihatkan pengaruh yang positif namun tidak signifikan terhadap *cash holding*. Adapun pengaruh yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa penjualan yang didapatkan perusahaan digunakan untuk keperluan bisnis yang mendukung ekspansi pertumbuhan, alih-alih menyimpannya sebagai kas. Meskipun perusahaan dengan peluang pertumbuhan besar memiliki kecenderungan untuk mempertahankan jumlah kas yang tinggi sebagai motif berjaga-jaga, perusahaan juga menghadapi *holding cost*. Perusahaan meminimalkan jumlah kas yang disimpan (*nonearning cash*) dengan menginvestasikan kembali ke bisnis mereka untuk mendukung pertumbuhan yang cepat dan mempertahankan momentum tersebut. Pengaruh positif tidak signifikan *growth opportunity* terhadap *cash holding* ini, didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Bigelli & Sánchez-vidal (2012), Jebran et al. (2019), Alnori et al. (2022), Drobetz & Grüninger (2007), dan Wulansari (2019).

Pengaruh *Capital Expenditure* terhadap *Cash Holding*

Hasil penelitian menunjukkan pengaruh positif antara *capital expenditure* dan *cash holding*. Menurut Riddick & Whited (2017), belanja modal dapat berfungsi sebagai indikator yang menggambarkan peluang investasi sehingga perusahaan perlu mempertahankan kas dalam jumlah yang besar. Hal ini didukung oleh teori *trade off* yang mempertahankan keseimbangan optimal antara manfaat dan biaya memegang kas. Dengan menyimpan kas lebih banyak, perusahaan dapat menghindari biaya bunga yang tinggi dan biaya transaksi lain yang terkait dengan peminjaman dana. Perusahaan yang berfokus pada pertumbuhan jangka panjang melalui investasi besar akan cenderung menyimpan kas untuk mendukung strategi ini, memastikan bahwa mereka dapat mengambil keuntungan dari peluang yang muncul tanpa kendala keuangan. Dalam konteks melakukan belanja modal yang besar, perusahaan mungkin memilih untuk memegang lebih banyak uang tunai atau aset likuid sebagai cadangan untuk memenuhi kebutuhan modal mereka (Opler et al., 1999). Maheshwari & Rao (2017) berpendapat bahwa perusahaan dengan lebih banyak peluang investasi menyimpan lebih banyak uang tunai berdasarkan motif berjaga-jaga untuk menghindari guncangan makroekonomi yang parah serta kesulitan keuangan yang akan merugikan perusahaan. Penelitian yang menemukan pengaruh positif antara *capital expenditure* dan *cash holding* pada perusahaan antara lain, Guney et al. (2007), Huang et al. (2013), dan Opler et al. (1999).

Pengaruh *Net Working Capital* terhadap *Cash Holding*

Berdasarkan hipotesis yang diajukan, hasil penelitian memperlihatkan pengaruh yang positif antara *net working capital* terhadap *cash holding*. Penelitian Sethi & Swain (2020) menjelaskan bahwa peningkatan pada *net working capital* perusahaan, juga akan memengaruhi besarnya kas yang dimiliki, dikarenakan kas merupakan bagian dari modal kerja bersih. Pada beberapa kondisi khusus seperti krisis, tidak semua aset lancar dapat diubah menjadi kas dengan mudah. Oleh sebab itu, berdasarkan motif berjaga-jaga, manajer perusahaan membuat cadangan kas guna menjaga likuiditas (Marfuah & Zuhilmi, 2015). Hal ini sangat penting, saat terjadi guncangan ekonomi, keberadaan kas dan aset lancar dapat menjadi penyelamat bagi perusahaan dari risiko kebangkrutan (Jinkar, 2011). Situasi ini menunjukkan adanya hubungan positif antara *net working capital* terhadap *cash holding* yang didukung oleh penelitian Gill & Shah (2011), dan Jebran et al. (2019).

Pengaruh *Operating Cash Flow* terhadap *Cash Holding*

Pengujian pengaruh *operating cash flow* terhadap *cash holding* menunjukkan hubungan yang positif. Teori *pecking order* mengindikasikan bahwa perusahaan akan mengandalkan arus kas operasi untuk mendanai kebutuhan mereka sebelum mencari sumber pendanaan eksternal. Perusahaan yang menghasilkan surplus kas melalui aktivitas operasionalnya, menggunakan sumber daya tersebut untuk tujuan investasi dan memenuhi komitmen keuangan. Perusahaan yang berhasil membangun cadangan kas dalam jumlah besar dari arus kas yang berkelanjutan dapat melakukan investasi dengan risiko finansial yang lebih kecil (Diaw, 2021). Ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki arus kas yang tinggi cenderung menimbun jumlah kas lebih besar, karena lebih condong dalam menggunakan sumber pendanaan internal daripada eksternal (Ozkan & Ozkan, 2004). Untuk meminimalkan biaya asimetri informasi dan pendanaan lainnya, perusahaan lebih memilih menggunakan laba yang dihasilkan dari arus kas operasi sebagai pilihan pertama

dalam membiayai investasinya (Ferreira & Vilela, 2004; Guizani, 2017). Ini menyiratkan bahwa perusahaan dengan arus kas yang tinggi diharapkan memiliki lebih banyak uang tunai. Hal ini didukung oleh penelitian Diaw (2021), Jebran et al. (2019), Guizani (2017), Alnori et al. (2022), dan Bugshan et al. (2021).

KESIMPULAN

1. *Firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan *cash holding* perusahaan syariah non-keuangan yang diukur dengan CASH. Hal tersebut dapat dibuktikan dengan melihat nilai t yang dihasilkan variabel SIZE sebesar 0,029 dengan signifikansi 0,0263. Nilai signifikansi tersebut berada di bawah 0,05, sehingga kesimpulan yang dapat diambil adalah peningkatan ukuran perusahaan akan menaikkan tingkat *cash holding* perusahaan.
2. *Leverage* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan *cash holding* perusahaan syariah non-keuangan yang diukur dengan CASH. Hal tersebut dapat dibuktikan dengan melihat nilai t yang dihasilkan variabel LEV sebesar -0,003 dengan signifikansi 0,9350. Kesimpulan yang dapat diambil adalah peningkatan utang perusahaan akan memberikan sedikit pengaruh terhadap penurunan tingkat *cash holding* perusahaan.
3. *Dividend payment* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan *cash holding* perusahaan syariah non-keuangan yang diukur dengan CASH. Hal tersebut dapat dibuktikan dengan melihat nilai t yang dihasilkan variabel DIVID sebesar -0,018 dengan signifikansi 0,0234. Nilai signifikansi tersebut berada di bawah 0,05, sehingga kesimpulan yang dapat diambil adalah peningkatan *dividend payment* perusahaan akan menurunkan tingkat *cash holding* perusahaan.
4. *Profitability* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan *cash holding* perusahaan syariah non-keuangan yang diukur dengan CASH. Hal tersebut dapat dibuktikan dengan melihat nilai t yang dihasilkan variabel PROF sebesar 0,031 dengan signifikansi 0,5902. Kesimpulan yang dapat diambil adalah peningkatan laba perusahaan akan memberikan sedikit pengaruh terhadap kenaikan tingkat *cash holding* perusahaan.
5. *Growth opportunity* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan *cash holding* perusahaan syariah non-keuangan yang diukur dengan CASH. Hal tersebut dapat dibuktikan dengan melihat nilai t yang dihasilkan variabel GROWTH sebesar 0,000 dengan signifikansi 0,9668. Kesimpulan yang dapat diambil adalah peningkatan pertumbuhan perusahaan akan memberikan sedikit pengaruh terhadap kenaikan tingkat *cash holding* perusahaan.
6. *Capital expenditure* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan *cash holding* perusahaan syariah non-keuangan yang diukur dengan CASH. Hal tersebut dapat dibuktikan dengan melihat nilai t yang dihasilkan variabel CAPEX sebesar 0,226 dengan signifikansi 0,0386. Nilai signifikansi tersebut berada di bawah 0,05, sehingga kesimpulan yang dapat diambil adalah peningkatan belanja modal perusahaan akan menaikkan tingkat *cash holding* perusahaan.
7. *Net working capital* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan *cash holding* perusahaan syariah non-keuangan yang diukur dengan CASH. Hal tersebut dapat dibuktikan dengan melihat nilai t yang dihasilkan variabel NWC sebesar 0,499 dengan signifikansi 0,000. Dikarenakan nilai signifikansi tersebut berada di bawah 0,05, maka

dapat dikatakan bahwa peningkatan modal kerja bersih akan menaikkan tingkat *cash holding* perusahaan.

8. *Operating cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan *cash holding* perusahaan syariah non-keuangan yang diukur dengan CASH. Hal tersebut dapat dibuktikan dengan melihat nilai *t* yang dihasilkan variabel OCF sebesar 0,118 dengan signifikansi 0,0066. Nilai signifikansi tersebut berada di bawah 0,05, sehingga kesimpulan yang dapat diambil adalah peningkatan arus kas operasi perusahaan akan menaikkan tingkat *cash holding* perusahaan.

REFERENSI

- Ahmed, H. (2009). Financial Crisis: Risks and Lessons for Islamic Finance. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 1(1), 7–32. <https://doi.org/10.55188/ijif.v1i1.69>
- Aisyah, S., Batubara, H. D. A., Siswanti, I., Inrawan, A., Jatiningrum, C., Jony, Supitriyani, Astuti, & Yuniningsih. (2020). *Manajemen Keuangan* (Wahyuddin (ed.)). Yayasan Kita Menulis.
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22(1), 77–88. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2012.02.004>
- Al-Najjar, B., & Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: evidence from simultaneous analysis. *Managerial and Decision Economics*, 32(4), 231–241.
- Almagribi, M. K., Lukviarman, N., & Setiany, E. (2022). Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Property and Real Estate Companies in Indonesia. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 12(3), 251–260.
- Alnori, F., & Alqahtani, F. (2019). Capital structure and speed of adjustment in non-financial firms: Does sharia compliance matter? Evidence from Saudi Arabia. *Emerging Markets Review*, 39(August 2018), 50–67. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.03.008>
- Alnori, F., Bugshan, A., & Bakry, W. (2022). The determinants of corporate cash holdings: evidence from Shariah-compliant and non-Shariah-compliant corporations. *Managerial Finance*, 48(3), 429–450. <https://doi.org/10.1108/MF-02-2021-0085>
- 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(5), 1985–2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- 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>
- Bugshan, A., Alnori, F., & Bakry, W. (2021). Shariah compliance and corporate cash holdings. *Research in International Business and Finance*, 56(April 2020), 101383. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101383>
- Chen, H., Yang, D., Zhang, J. H., & Zhou, H. (2020). Internal controls, risk management, and cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 64. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101695>
- Diaw, A. (2021). Corporate cash holdings in emerging markets. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 139–148. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.005>
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). *Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU*

- Countries*. 10(2), 295–319.
- Gill, A., & Shah, C. (2011). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70–79. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n1p70>
- Guizani, M. (2017). Bursa _ Istanbul Review The financial determinants of corporate cash holdings in an oil rich country : Evidence from Kingdom of Saudi Arabia. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 133–143. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.05.003>
- Hussain, A., Gavurova, B., Ahmed, M., Khan, M. A., & Popp, J. (2023). What Matters for Corporate Cash Holdings Board Governance, Financial Constraints, or Interactions? *SAGE Open*, 13(4), 1–16. <https://doi.org/10.1177/21582440231210618>
- Jebran, K., Iqbal, A., Bhat, K. U., Khan, M. A., & Hayat, M. (2019). *Determinants of corporate cash holdings in tranquil and turbulent period : evidence from an emerging economy*.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers Author (s): Michael C . Jensen Source : The American Economic Review , Vol . 76 , No . 2 , Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Kim, A. C., Mauer, D. C., Sherman, A. E., Kim, C., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). *The Determinants of Corporate Liquidity : Theory and Evidence School of Business Administration The Determinants of Corporate Liquidity : Theory and Evidence*. 33(3), 335–359.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1983). September 1981 Latest Revision December 1983. *ReVision, December*.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, H., & Williamson, R. (1999). *The determinants and implications of corporate cash holdings*. 52.
- Rehman, J. (2007). The Sharia, Islamic Family Laws and International Human Rights Law: Examining the Theory and Practice of Polygamy and Talaq. *International Journal of Law, Policy and the Family*, 21(1), 108–127. <https://doi.org/10.1093/lawfam/eb1023>
- Riddick, L. A., & Whited, T. M. (2017). The Corporate Propensity to Save Published by : Wiley for the American Finance Association The Corporate Propensity to Save. *Journal of Finance*, 64(4), 1729–1766.
- SC Myers. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X77900150>
- Sethi, M., & Swain, R. K. (2020). *Determinants of Cash Holdings : A Study of Manufacturing Firms in India Determinants of Cash Holdings : A Study of Manufacturing Firms in India*. 2(April 2019), 10–26. [https://doi.org/10.18843/ijms/v6i2\(2\)/02](https://doi.org/10.18843/ijms/v6i2(2)/02)