

**PENGARUH NET WORKING CAPITAL, CASH CONVERSION CYCLE,
FIRM SIZE DAN LEVERAGE TERHADAP CASH HOLDING****Abrianus Musa Padademang**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Informatika dan Bisnis Indonesia

email : abrianpadademang@gmail.com**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh *net working capital*, *cash conversion cycle*, *firm size* dan *leverage* terhadap *cash holding*. Populasi pada penelitian ini menggunakan data sekunder pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta menerbitkan obligasi yang terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PEFINDO periode 2011-2015. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *propotionate stratified random sampling* dengan sampel diperoleh sebanyak 22 perusahaan. Pengujian hipotesis menggunakan model analisis regresi data panel dengan *random effect method*. Hasil analisis menunjukkan bahwa *net working capital*, *firm size* dan *leverage* berpengaruh secara negatif terhadap *cash holding* Sedangkan *cash conversion cycle* tidak berpengaruh terhadap *cash holding*.

Kata Kunci: *Cash Holding*, *Net Working Capital*, *Cash Conversion Cycle*, *Firm Size* dan *Leverage*.

Abstract

This study aims to obtain empirical evidence on the influence of net working capital, cash conversion cycle, firm size and leverage to cash holding. The population in this study using secondary data on non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange and issued bonds listed in the rating of bonds issued by PEFINDO period 2011-2015. Sampling was done by propotionate stratified random sampling method with the sample obtained as many as 22 companies. Hypothesis testing using model of panel data regression analysis with random effect method. The analysis showed that net working capital, firm size and leverage negatively affect cash holding. While the cash conversion cycle has no effect on cash holding.

Keywords: *Cash Holding*, *Net Working Capital*, *Cash Conversion Cycle*, *Firm Size* and *Leverage*.

1. PENDAHULUAN

Peran kas dalam suatu perusahaan mendapat perhatian khusus terlebih ketika terjadi krisis keuangan global yang menimpa banyak negara di dunia, baik negara maju maupun negara berkembang. Krisis keuangan global yang terjadi pada tahun 2008 diperparah karena banyaknya perusahaan yang gagal menjaga likuiditasnya (Jinkar, 2013). Hal ini berdampak langsung pada perusahaan non keuangan, mereka kehilangan akses untuk memperoleh dana jangka pendek di pasar uang (Aragon dan Strahan, 2012). Hal itu membuat banyak perusahaan menyadari pentingnya

menjaga likuiditas suatu perusahaan, yaitu dengan menjaga tingkat *cash holding*.

Terdapat dua keuntungan utama dari menahan aset likuid yaitu kas. Pertama, perusahaan menghemat biaya transaksi untuk memperoleh dana dan tidak perlu melikuidasi aset-asetnya untuk melakukan pembayaran-pembayaran. Kedua, perusahaan dapat menggunakan aset likuid untuk membiayai aktivitas dan investasi jika sumber pembiayaan lain tidak tersedia atau biayanya sangat tinggi. (Opler *et al*, 1999)

Keynes (1936) mengemukakan terdapat beberapa motif yang menyebabkan perusahaan menjaga dan mengatur jumlah *cash holding*,

sehubungan dengan peran kas untuk menjalankan aktifitas perusahaan, yaitu motif transaksi. Perusahaan mengadakan kas untuk memenuhi kebutuhan yang berkaitan dengan transaksi yang dilakukan perusahaan sehubungan dengan kegiatan operasional perusahaan (Sudana, 2011). Sedangkan untuk motif berjaga-jaga, perusahaan mengamankan kas untuk kebutuhan pengeluaran yang tak terduga, serta memanfaatkan peluang tak terduga dari pembelian yang menguntungkan (Keynes, 1936). Selain faktor tersebut, memegang kas dalam jumlah yang besar juga dapat menguntungkan perusahaan terutama ketika terjadi krisis finansial. Pada masa krisis finansial, biasanya lembaga keuangan akan lebih berhati-hati dalam mengucurkan dana kredit (Sudana, 2011).

Menjaga tingkat kas yang optimal dapat menolong perusahaan untuk tetap menjaga tingkat kesehatan keuangan perusahaan dan meminimalisir kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan (Al-Amarneh, 2015). Kas memberikan biaya pendanaan yang lebih rendah bagi perusahaan (Ozkan dan Ozkan, 2004). Namun untuk menentukan tingkat *cash holding* bukanlah hal yang mudah. Model Baumol-Allais-Tobin dalam manajemen kas merupakan cara klasik dalam menganalisis permasalahan manajemen kas. Model Miller-Orr dirancang guna mengatasi kelemahan model Baumol (Sudana, 2011). Namun terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi tingkat *cash holding*.

Net Working Capital mampu berperan sebagai substitusi terhadap *cash holdings* suatu perusahaan, karena kemudahan mengubah *net working capital* menjadi kas pada saat memerlukannya (Marfuah & Zuhilmi, 2014). Dengan demikian, diyakini terdapat hubungan negatif antara *net working capital* dengan *cash holding*, sesuai dengan *Trade off Theory*. Argumen ini telah dibuktikan oleh penelitian

Afza dan Adnan (2007), Megginson dan Wei (2010), Magerakis (2015), dan Ogundipe *et al* (2012). Namun terdapat juga penelitian yang menunjukkan hubungan positif antara *net working capital* dengan *cash holding*, yaitu penelitian Jinkar (2013), William dan Fauzi (2013), Anjum dan Malik (2013).

Cash Conversion Cycle diduga mempengaruhi besarnya *cash holding* perusahaan, karena kecepatan perusahaan dalam menghasilkan kas ditentukan oleh lamanya proses penyelesaian *cash conversion cycle* (Opler *et al*, 1999). Perusahaan yang memiliki *cash conversion cycle* yang singkat akan menahan kas dengan jumlah yang sedikit (Marfuah & Zuhilmi, 2014). Dengan demikian, diyakini terdapat hubungan positif antara *cash conversion cycle* dengan *cash holding*. Argumen ini telah dibuktikan oleh penelitian Niari dan Khaki (2016). Namun terdapat juga penelitian yang menunjukkan hubungan negatif antara *cash conversion cycle* dengan *cash holding*, yaitu penelitian William dan Fauzi (2013) serta penelitian Anjum dan Malik (2013).

Firm Size diduga mempengaruhi besarnya *cash holding* perusahaan. Perusahaan yang memiliki akses mudah ke pasar keuangan, seperti perusahaan besar akan menahan kas lebih rendah (Opler *et al*, 1999). Dengan demikian diyakini terdapat hubungan negatif antara *firm size* dengan *cash holding*, sesuai dengan *Trade off Theory*. Argumen ini telah dibuktikan oleh penelitian Ferreira dan Vilela (2004), Nguyen (2006), Gill dan Shah (2012), Drobetz dan Gruninger (2007), Saddour (2006) dan Hilgen (2015). Namun terdapat juga penelitian yang menunjukkan hubungan positif antara *firm size* dengan *cash holding*, yaitu penelitian Wen Yao (2007), Ozkan dan Ozkan (2004), dan Megginson dan Wei (2010). Penelitian yang dilakukan Jinkar (2013)

menunjukkan tidak terdapat hubungan signifikan antara *firm size* dengan *cash holding*.

Leverage diduga mempengaruhi besarnya *cash holding* perusahaan. 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 (Ferreira dan Vilela, 2004). Dengan demikian diyakini terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan kebijakan *cash holding* perusahaan, sesuai dengan *Pecking order Theory*. Argumen ini telah dibuktikan oleh penelitian Jinkar (2013), Ferreira dan Vilela (2004), Nguyen (2006), Drobetz dan Gruninger (2007), Magerakis (2015), dan Ozkan dan Ozkan (2004). Namun terdapat juga penelitian yang menunjukkan hubungan positif antara *leverage* dengan *cash holding*, yaitu penelitian Ogundipe *et al* (2012). Penelitian yang dilakukan oleh Abdillah dan Kusumastuti (2014) menunjukkan tidak terdapat hubungan antara *leverage* dengan *cash holding*.

Berdasarkan penjelasan tersebut dan adanya ketidak-konsistenan hasil penelitian terdahulu, penelitian ini mencoba menjawab apakah variabel *net working capital*, *cash conversion cycle*, *firm size* dan *leverage* secara individu (parsial) berpengaruh terhadap variabel *cash holding*. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini hanya dilakukan pada perusahaan non-keuangan karena peneliti menghindari terjadinya bias hasil penelitian, karena industri keuangan dan perbankan memiliki karakteristik khusus dan standar tertentu yang ditetapkan oleh regulator.

Penelitian ini juga secara khusus dilakukan bagi perusahaan yang dirating oleh PEFINDO. Menurut laporan peringkat PEFINDO per 31 Desember 2016, terdapat 152 perusahaan yang dirating. Terdapat 151 perusahaan yang

memperoleh predikat *investment grade* (di atas *idBBB*), dan 1 perusahaan *non-investment grade* (*idBBB-* dan dibawahnya). Seluruh perusahaan non-keuangan terbuka mendapat peringkat *investment grade*.

2. KAJIAN PUSTAKA

2.1. Teori Trade-off

Trade-off theory berargumen bahwa perusahaan menetapkan tingkat optimal dari kepemilikan kas atau *cash holding* dengan membandingkan biaya dan manfaat dari menahan kas. *Cash holding* berkontribusi untuk meminimalisir biaya akibat pendanaan eksternal atau melikuidasi aset. *Cash holding* juga mengurangi kemungkinan *financial distress* akibat kerugian yang tak terduga atau peningkatan pendanaan eksternal. Kekurangan kas membuat perusahaan untuk menghindari investasi meskipun pada proyek dengan NPV positif. (Ferreira & Vilela, 2004).

Biaya *cash holding* antara lain *opportunity cost*, kas bersifat *idle fund* alias tidak memberikan pendapatan jika hanya disimpan (William & Fauzi, 2013). Titik optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan berada saat *benefit* melebihi *cost* dari tingkat *cash holding* tertentu (Jinkar, 2013).

2.2. Teori Pecking Order

Myers dan Maljuf (1984) dalam *pecking order theory*, mengemukakan bahwa perusahaan akan lebih memilih berhutang (*debt*) dibandingkan dengan menerbitkan saham baru ketika pendanaan internal tidak mencukupi untuk mendanai kebutuhan investasi. Ini artinya ketika tingkat *internal funds* perusahaan melebihi kebutuhan investasi, perusahaan akan mengakumulasi kas dan melakukan pembayaran hutang. Namun ketika terjadi defisit pendanaan internal, perusahaan mengurangi tingkat kas dan mencari pendanaan eksternal, dimulai dari hutang (Opler *et al*, 1999).

2.3. Cash Holding

Gill dan Shah (2012) mendefinisikan *cash holding* atau memegang kas sebagai kas yang ada di perusahaan atau tersedia untuk investasi pada aset fisik dan untuk dibagikan kepada para investor.

Sudana (2011) mengemukakan bahwa besar kecilnya saldo kas yang dianggap cukup oleh suatu perusahaan tergantung pada karakteristik perusahaan dan manajemen. Namun demikian secara umum ada beberapa alasan atau motivasi perusahaan untuk mengadakan sejumlah kas, yaitu untuk motif transaksi, spekulasi dan berjaga-jaga. *Cash holding* diukur dengan *Cash to Asset ratio* :

$$\text{Cash to Asset Ratio} = \frac{\text{Cash \& Cash Equivalent}}{\text{Total Assets}}$$

2.4. Modal Kerja Bersih (*Net Working Capital*)

Menurut Van Horne dan Wachowicz (2008:206), modal kerja bersih didefinisikan sebagai selisih antara aset lancar dengan kewajiban lancar. Modal kerja bersih dalam penelitian ini diukur dengan formula (Gill & Shah, 2012) :

$$= \frac{(\text{Cur.Assets} - \text{Cash \& Cash Eq.}) - \text{Cur.Liabilities}}{\text{Total Assets} - \text{Cash \& Cash Equivalent}}$$

2.5. Siklus Konversi Kas (*Cash Conversion Cycle*)

Siklus konversi kas diartikan sebagai lama waktu dari pengeluaran kas untuk pembelian sampai menagih piutang yang timbul dari penjualan barang atau jasa (Van Horne and Wachowicz, 2008 : 146). *Cash Conversion Cycle* (CCC) diukur dengan formula sebagai berikut :

$$\text{CCC} = \text{DSO} + \text{DSI} - \text{DPO},$$

dimana:

DSO (*Days of sales outstanding*)

DSI (*Days of sales in Inventory*)

DPO (*Days of payable outstanding*)

$$= \frac{\text{Account Payable}}{\text{Cost of goods sold}/365}$$

2.6. Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Menurut Machfoedz (1994), ukuran perusahaan diartikan sebagai suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: *total assets*, nilai pasar saham, dan lain-lain. Ukuran perusahaan pada dasarnya hanya terbagi dalam tiga kategori yaitu: perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium firm*), dan perusahaan kecil (*small firm*). Penelitian ini menggunakan Logaritma Natural dari Total Asset sebagai *proxy* untuk mengukur *Firm Size*.

2.7. Leverage

Leverage menunjukkan kemampuan aset untuk memenuhi kewajiban jangka panjang (Subramanyam dan Wild, 2009:36). Kasmir (2010:156) mengungkapkan bahwa *Debt to assets ratio* (*debt ratio*) digunakan untuk mengukur *leverage*. Penggunaan *debt to assets ratio* dalam penelitian ini ditujukan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan total aset. Dengan kata lain seberapa besar aset perusahaan dibiayai oleh utang atau seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aset. Jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan menunjukkan kemampuannya dalam mengembangkan dan kemampuan perusahaan menghasilkan laba.

2.8. Rerangka Pemikiran

2.8.1. Pengaruh *Net Working Capital* Terhadap *Cash Holding*

Trade off theory menerangkan bahwa tingkat likuiditas yang optimal merupakan *trade-off* antara biaya dan manfaat dari memegang kas. Manfaat dari menahan kas yaitu perusahaan akan terhindar dari kemungkinan kesulitan keuangan. Memegang kas dalam jumlah optimal membuat kebijakan investasi

tidak terganggu meskipun terjadi kendala keuangan. Manfaat lain menahan kas yaitu perusahaan dapat menurunkan biaya penggalangan dana eksternal.

Net Working Capital memiliki peran sebagai substitusi kas (*liquid asset substitutes*), karena kemudahan dalam mengubah modal kerja bersih ke dalam bentuk kas pada saat memerlukannya (Ferreira dan Vilela, 2004). Biaya yang dikeluarkan untuk mengkonversi aset lancar menjadi kas lebih murah dibandingkan aset lainnya (Ozkan dan Ozkan, 2004). Ini artinya, perusahaan dengan *net working capital* yang tinggi akan menahan kas lebih rendah.

Argumen ini telah dibuktikan oleh penelitian Opler *et al* (1999), Afza dan Adnan (2007), Megginson dan Wei (2010), Magerakis (2015), dan Ogundipe *et al* (2012). Dengan demikian, diyakini terdapat hubungan negatif antara *net working capital* dengan *cash holding*.

H₁ : *Net Working Capital* berpengaruh negatif terhadap *cash holding*

2.8.2. Pengaruh *Cash Conversion Cycle* Terhadap *Cash Holding*

Cash Conversion Cycle digunakan untuk mengukur berapa lama perusahaan dapat mengumpulkan kas yang berasal dari hasil operasi perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi jumlah dana yang diperlukan untuk disimpan. Hal ini tentunya akan mempengaruhi manajemen aset dan liabilitas yang dilakukan oleh perusahaan tersebut (Syarif dan Wilujeng, 2009).

Penelitian Bigelli dan Vidal (2012) pada perusahaan di Italia menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *cash conversion cycle* yang lebih lama akan menahan jumlah kas yang lebih besar. Argumen ini juga telah dibuktikan oleh penelitian William dan Fauzi (2013) serta penelitian Marfuan dan Zuhilmi (2014). Dengan demikian, diyakini terdapat

hubungan positif antara *cash conversion cycle* dengan *cash holding*.

H₂ : *Cash conversion cycle* berpengaruh positif terhadap *cash holding*

2.8.3. Pengaruh *Firm Size* Terhadap *Cash Holding*

Perusahaan besar biasanya memiliki akses yang lebih baik ke pasar saham dan menikmati *economies of scale* dari *cash management* (Jinkar, 2013). Perusahaan besar akan mendapatkan pendanaan eksternal yang lebih mudah dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini berarti, perusahaan dengan ukuran yang besar akan menahan jumlah aset dalam bentuk kas pada proporsi yang lebih rendah, sesuai dengan *trade-off model*. Argumen tersebut dikonfirmasi oleh hasil penelitian Ferreira dan Vilela (2004), Nguyen (2006), Gill dan Shah (2011) yang menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap kebijakan *cash holding*. Dengan demikian, diyakini terdapat hubungan negatif antara *firm size* dengan *cash holding*.

H₃ : *Firm Size* berpengaruh negatif terhadap *cash holding*

2.8.4. Pengaruh *Leverage* Terhadap *Cash Holding*

Dalam *pecking order theory*, hutang biasanya meningkat ketika kebutuhan investasi melebihi laba yang ditahan dan akan menurun ketika investasi kurang dari laba yang ditahan. Hal tersebut membuat posisi kas akan turun ketika kebutuhan investasi melebihi laba ditahan, dan kas akan naik ketika kebutuhan investasi lebih kecil dari laba ditahan. 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. Argumen tersebut telah dikonfirmasi melalui penelitian Jinkar (2013), Drobetz dan

Gruninger (2007), Nguyen (2006) serta Ozkan dan Ozkan (2004). Dengan demikian, diyakini terdapat hubungan negatif antara *leverage* dengan *cash holding*.

H₄ : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *cash holding*

3. METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta di daftar peringkat PT. PEFINDO selama 5 (lima) tahun, yang dimulai dari tahun 2011 sampai 2015. Kerangka sampel didasarkan atas adanya konsistensi emiten-emiten tercatat di periode 2011 sampai 2015. Atas dasar itu, kerangka sampel yang dimaksud berjumlah 28 emiten. Metode pengambilan sampel yang digunakan yaitu *probability sampling* dengan menggunakan metode *proportionate stratified random sampling*. Jenis sektor industri bertindak sebagai strata, yang dikelompokkan menjadi sektor industri primer, sekunder, dan tersier.

Guna menentukan jumlah sampel yang mampu merepresentasi populasi (n), maka digunakanlah rumus Slovin :

$$n = \frac{N}{1 + Ne^2} = \frac{28}{1 + (28)(0,10)^2} =$$

21,875 dibulatkan menjadi 22.

dimana N = ukuran populasi, e = *margin of error*.

3.2. Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan data silang antar individu (*cross section*) dan data runtut waktu (*time series*). Oleh karena itu, metode analisis data yang digunakan adalah model regresi data panel.

Terdapat tiga model dalam data panel, yaitu *Common Effect (The Pooled OLS Method)*, *Fixed Effect*, dan *Random Effect*. Untuk memilih model data panel yang akan

digunakan untuk menganalisis data, dilakukan uji formal. Uji formal ini dilakukan dengan melakukan perbandingan antara model *Common Effect (The Pooled OLS Method)* dan *Fixed Effect*, model *Common Effect (The Pooled OLS Method)* dan *Random Effect*, serta model *Fixed Effect* dan *Random Effect* (Juanda dan Junaedi, 2012)

Teknik dan prosedur pengolahan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

- 1) Melakukan pemilihan model (teknik estimasi) Regresi Data Panel
Menurut Juanda and Junaedi (2012) terdapat tiga pengujian yang dapat digunakan untuk menentukan model yang paling tepat untuk mengestimasi parameter regresi data panel, antara lain:
 - a. Uji Chow atau *Likelihood test ratio*, untuk mengetahui apakah model FEM lebih baik dibandingkan model PLS.
 - b. Uji Lagrange Multiplier (LM), untuk mengetahui apakah model REM lebih baik dibandingkan model PLS.
 - c. Uji Hausman, untuk mengetahui apakah model *fixed effect* lebih baik dari model *random effect*.
- 2) Melakukan uji asumsi klasik
Penggunaan model regresi mensyaratkan serangkaian uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik yang dimaksudkan yaitu Uji Normalitas, Multikolinieritas, Heteroskedastisitas, dan Autokorelasi.
- 3) Melakukan uji Parsial (uji t)
Setelah model regresi lolos uji asumsi klasik, dilakukan uji parsial (Uji t) menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen terhadap variabel dependen (Ghozali 2009:88).
- 4) Interpretasi hasil penelitian
Hasil penelitian diinterpretasikan dari model yang paling baik menurut hasil pengujian (PLS, FEM atau REM).

Model penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$CASHHOLD_{it} = \beta_0 + \beta_1 NWC_{it} + \beta_2 CCC_{it} + \beta_3 LSIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + e_{it}$$

Keterangan :

CASHHOLD : Cash to Asset Ratio
NWC : Net Working Capital
CCC : Cash Conversion Cycle
LSIZE : Firm Size

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Pemilihan Model Regresi

4.1.1. Uji Chow atau Likelihood Test Ratio

Berikut merupakan hasil Uji Chow atau Likelihood Test Ratio :

Tabel 4.1. Hasil Uji Chow / Likelihood Test Ratio

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FEM

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	8.697430	(21,84)	0.0000
Cross-section Chi-square	127.061580	21	0.0000

Sumber : Hasil Olahan Data

Hipotesis terkait dengan pengujian ini adalah :

H_0 : Model mengikuti PLS,

H_a : Model mengikuti FEM.

Berdasarkan tabel 4.1 dapat dilihat bahwa nilai *p-value* dari *Likelihood Test* lebih kecil daripada taraf nyata $\alpha = 5\%$. Dengan demikian

H_0 ditolak, yang artinya model yang digunakan adalah *Fixed Effect*.

4.1.2. Uji Hausman

Berikut merupakan hasil uji Hausman :

Tabel 4.2. Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: REM

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	6.496203	4	0.1650

Sumber : Hasil Olahan Data

Hipotesis terkait dengan pengujian ini adalah:

H_0 : Model mengikuti REM,

H_a : Model mengikuti FEM.

Berdasarkan tabel 4.2 dapat dilihat bahwa nilai *p-value* dari uji hausman adalah 0,1650, lebih besar daripada taraf nyata $\alpha = 5\%$.

Dengan demikian H_0 diterima, yang artinya model yang digunakan adalah *Random Effect*.

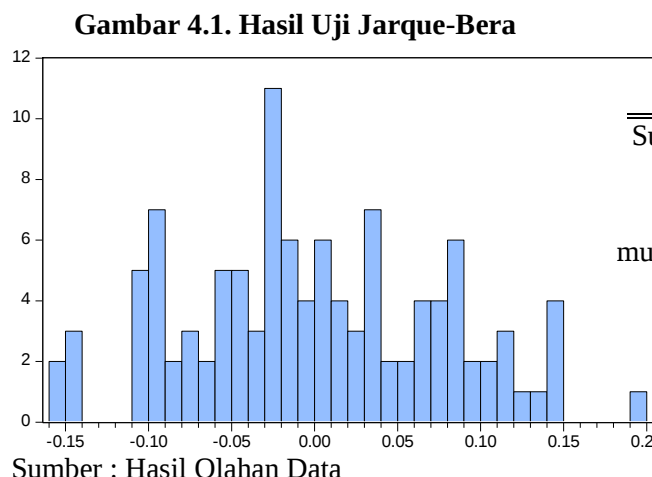
Dari kedua uji yang telah dilakukan (*Likelihood Test Ratio* dan uji Hausman) dapat disimpulkan bahwa model *Random Effect* lebih baik daripada model *Fixed Effect* dan *The Pooled OLS* tanpa harus dilakukan uji selanjutnya (LM Test).

4.2. Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan hasil dari perbandingan model regresi data panel yang telah dilakukan, maka model regresi yang terpilih dan digunakan dalam penelitian ini adalah model *Random Effect*. Setelah model regresi ditentukan, maka langkah selanjutnya adalah melakukan uji asumsi klasik atas model regresi yang terpilih.

4.2.1. Uji Normalitas

Uji normalitas pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji *Jarque-Bera*. Berikut merupakan hasil uji *Jarque-Bera*:



Hipotesis yang diuji terkait uji normalitas adalah sebagai berikut :

H_0 : Error berdistribusi normal

H_a : Error tidak berdistribusi normal.

Berdasarkan hasil uji *Jarque-Bera* yang disajikan pada gambar 4.1, maka dapat dilihat bahwa *p-value* adalah sebesar 0,413121. *P-value* ini bernilai lebih besar dari taraf nyata $\alpha = 0,05$. Oleh karena $0,413 > 0,05$, maka H_0 diterima yang artinya *error* berdistribusi normal.

4.2.2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas pada penelitian ini dilakukan dengan mengamati nilai *Variance*

Inflation Factor (VIF) dan *TOLERANCE* (TOL). Berikut merupakan hasil uji VIF dan TOL :

Tabel 4.3. Uji Multikolinieritas Variance Inflation Factor

Variance Inflation Factors

Date: 07/03/17 Time: 20:13

Sample: 1 110

Included observations: 110

Variable	Centered VIF	Tolerance
C	NA	
NWC	1.091391	0,9163
CCC	1.352807	0,7392
LSIZE	1.214473	0,8234
LEV	1.372983	0,7283

Sumber : Hasil Olahan Data

Hasil uji multikolinieritas sebagai berikut :

H₀ : Terdapat multikolinieritas antar variabel independen

H_a : Tidak terdapat multikolinieritas antar variabel independen

Berdasarkan hasil uji multikolinieritas yang disajikan pada table 4.3, maka dapat dilihat bahwa seluruh variable independen memiliki nilai VIF dibawah 10, serta nilai TOL mendekati 1, maka H_0 ditolak yang artinya tidak terdapat multikolinieritas antar variabel independen.

4.2.3. Uji Heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini, cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas melalui uji Harvey. Berikut merupakan hasil uji Harvey :

Tabel 4.4. Hasil Uji Harvey

Heteroskedasticity Test: Harvey

F-statistic	1.644289	Prob. F(4,105)	0.1686
Obs*R-squared	6.484185	Prob. Chi-Square(4)	0.1658
Scaled explained SS	6.432910	Prob. Chi-Square(4)	0.1691

Sumber : Hasil Olahan Data

Hipotesis yang diuji terkait uji heteroskedastisitas adalah :

H_0 : Tidak terdapat heteroskedastisitas,

H_a : Terdapat heteroskedastisitas.

Berdasarkan hasil uji Harvey yang disajikan pada tabel 4.4, maka dapat dilihat bahwa *p-value* adalah sebesar 0,1686. *P-value* ini bernilai lebih besar dari taraf nyata $\alpha = 0,05$.

Oleh karena $0,1686 > 0,05$, maka H_0 diterima yang artinya tidak terdapat heteroskedastisitas.

4.2.4. Uji Autokorelasi

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas melalui metode Durbin-Watson (DW). Berikut merupakan hasil metode Durbin-Watson (DW) :

Tabel 4.5. Hasil Uji Autokorelasi Metode Durbin-Watson

Weighted Statistics			
R-squared	0.176311	Mean dependent var	0.042120
Adjusted R-squared	0.144932	S.D. dependent var	0.051415
S.E. of regression	0.047543	Sum squared resid	0.237337
F-statistic	5.618805	Durbin-Watson stat	1.829169
Prob(F-statistic)	0.000388		

Sumber : Hasil Olahan Data

Hipotesis yang diuji terkait uji autokorelasi adalah :

H_0 : Tidak terdapat autokorelasi,

H_a : Terdapat autokorelasi.

Berdasarkan hasil uji autokorelasi dengan metode Durbin-Watson (DW) yang disajikan pada tabel 4.5, maka dapat dilihat bahwa nilai dari Durbin-Watson (DW) adalah sebesar 1,829169. Nilai DW tersebut berada di antara

$d_U (1,7651) < d < 4 - d_U (4 - 1,7651 = 2,2349)$. Dengan demikian H_0 diterima yang artinya tidak terdapat autokorelasi.

4.3. Uji Hipotesis

Berikut ini merupakan hasil uji signifikansi parsial (uji t) yang dilakukan untuk menguji keempat hipotesis terkait :

Tabel 4.6. Hasil Estimasi Model Regresi dengan *Random Effect Method*

Dependent Variable: CASHHOLD
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 07/03/17 Time: 20:07
 Sample: 2011 2015
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 22
 Total panel (balanced) observations: 110
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.537033	0.183879	2.920583	0.0043	
NWC	-0.240481	0.061733	-3.895489	0.0002	***
CCC	-3.39E-05	4.04E-05	-0.838641	0.4036	
LSIZE	-0.020150	0.011304	-1.782598	0.0775	**
LEV	-0.118216	0.076961	-1.536057	0.1275	*

Sumber : Hasil Olahan Data

***, **, * mengindikasikan tingkat signifikansi pada level 1%, 5%, 10%.

Berdasarkan tabel tersebut, maka dapat dilihat hasil uji t atas hipotesis penelitian.

1) Hipotesis Pertama (Variabel *Net Working Capital*)

Nilai koefisien regresi dari variabel *net working capital* bernilai negatif (-) yaitu sebesar 0,240481 dengan nilai *p-value* 0,0002. Pengujian hipotesis kedua merupakan *one tailed test*, sehingga *p-value net working capital* 0,0001, lebih kecil dari taraf signifikansi sehingga H_{a1} diterima. Dengan kata lain variabel *net working capital* berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik terhadap *cash holding*. Hal ini menunjukkan bahwa *net working capital* merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi besar kecilnya *cash holding* sejalan dengan *trade-off theory*.

Net working capital dapat berperan sebagai substitusi kas karena dapat dengan mudah diubah menjadi kas ketika diperlukan dengan biaya konversi yang lebih murah. Ketika perusahaan memiliki *net working capital* yang tinggi, perusahaan tidak perlu menahan kas dalam jumlah besar. Perusahaan dapat melikuidasi *net working capital* dengan cepat ketika perusahaan mengalami kekurangan kas.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Opler *et al* (1999), Afza dan Adnan (2007), Megginson dan Wei (2010), Magerakis (2015), dan Ogundipe *et al* (2012) yang menunjukkan *net working capital* berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holding*.

2) Hipotesis Kedua (Variabel *Cash Conversion Cycle*)

Nilai koefisien regresi dari variabel *cash conversion cycle* bernilai negatif (-) yaitu sebesar 3,39E-05 dengan nilai *p-value* 0,4036. Pengujian hipotesis kedua merupakan *one tailed test*, sehingga *p-value cash conversion cycle* 0,2018 namun lebih besar dari taraf signifikansi sehingga H_{a2} ditolak. Dengan kata lain variabel *cash conversion cycle* tidak berpengaruh terhadap *cash holding*.

Cash conversion cycle dapat bertindak sebagai sumber pendanaan internal, namun hasil penelitian menunjukkan lamanya *cash conversion cycle* tidak mempengaruhi tingkat *cash holding*. Keadaan perusahaan-perusahaan di Indonesia biasanya memiliki *sister company* maupun tergabung dalam perusahaan konglomerasi. Hal tersebut memberikan

kemudahan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan eksternal.

3) Hipotesis Ketiga (Variabel *Firm Size*)

Nilai koefisien regresi dari variabel *firm size* yang diukur dengan logaritma natural total aset bernilai negatif (-) yaitu sebesar 0,020150 dengan nilai *p-value* 0,0775. Pengujian hipotesis ketiga merupakan *one tailed test*, sehingga *p-value firm size* 0,03875 lebih kecil dari taraf signifikansi sehingga H_{a3} diterima. Dengan kata lain variabel *firm size* berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik terhadap *cash holding*. Hal ini menunjukkan bahwa *firm size* merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi besar kecilnya *cash holding* sejalan dengan *trade-off theory*.

Perusahaan besar akan cenderung untuk berinvestasi daripada menimbun kas, hal ini terjadi karena Perusahaan besar mempunyai akses pendanaan yang lebih baik, mudah dan murah dibandingkan dengan perusahaan kecil. Itulah alasan perusahaan besar tidak perlu menahan kas dalam jumlah yang besar. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ferreira dan Vilela (2004), Nguyen (2006), Gill dan Shah (2011) yang menunjukkan bahwa *size* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan *cash holding*.

4) Hipotesis Keempat (Variabel *Leverage*)

Nilai koefisien regresi dari variabel *leverage* yang diukur dengan *debt to asset ratio* bernilai negatif (-) yaitu sebesar 0,118216 dengan nilai *p-value* 0,1275. Pengujian hipotesis ketiga merupakan *one tailed test*, sehingga *p-value leverage* 0,06375 lebih kecil dari taraf signifikansi sehingga H_{a1} diterima. Dengan kata lain variabel variabel *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik terhadap *cash holding*. Hal ini menunjukkan bahwa *leverage* merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi besar kecilnya *cash holding* sejalan dengan *pecking order theory*.

Ketika pendanaan internal perusahaan tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan, perusahaan akan menambah hutang untuk memenuhi kebutuhan tersebut. Namun ketika pendanaan internal perusahaan mencukupi untuk kebutuhan investasi, maka perusahaan tidak perlu menambah hutang baru. Perusahaan akan mengakumulasi kas serta membayar hutang. Tingkat *leverage* yang tinggi juga mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan eksternal lebih mudah dan murah sehingga memungkinkan perusahaan untuk mengurangi jumlah kas yang dipegang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Jinkar (2013), Drobetz dan Gruninger (2007), Nguyen (2006) serta Ozkan dan Ozkan (2004) yang menunjukkan terdapat hubungan negatif signifikan secara statistik antara *leverage* dengan *cash holding*.

Tabel 4.7. Ikhtisar Hasil Pengolahan Data

Variabel Bebas	Hipotesis	Hubungan	Signifikansi
<i>Net Working Capital</i>	-	-	Signifikan
<i>Cash Conversion Cycle</i>	+	-	Tidak Signifikan
<i>Firm Size</i>	-	-	Signifikan
<i>Leverage</i>	-	-	Signifikan

Sumber : Hasil Olahan Data

4.4. Implikasi

Berdasarkan hasil dan pembahasan penelitian, maka implikasi penelitian ini adalah sebagai berikut :

1) Implikasi bagi investor

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *net working capital* berpengaruh negatif signifikan secara parsial terhadap *cash holding*. Investor dapat menggunakan *net working capital* sebagai salah satu proksi substitusi kas.

Ketika perusahaan menahan kas dalam jumlah kecil, tidak berarti perusahaan akan mengalami kegagalan likuiditas ataupun kesulitan memenuhi kebutuhan investasi. *Net working capital* berperan sebagai substitusi kas dapat dilikuidasi guna memenuhi kebutuhan untuk pembayaran maupun investasi perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Firm Size* mempengaruhi tingkat *cash holding*, hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan kecil akan menahan kas lebih banyak dibandingkan perusahaan besar. Dalam hal ini, perusahaan kecil menahan jumlah kas yang lebih besar dibandingkan perusahaan besar karena berusaha untuk menjaga tingkat likuiditasnya guna menghindari kemungkinan kesulitan keuangan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan secara parsial terhadap *cash holding*. Dengan demikian, perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi mencerminkan kemudahan perusahaan mendapatkan pendanaan eksternal. Perusahaan dengan *leverage* yang tinggi menahan kas lebih rendah, guna memaksimalkan kesejahteraan para *stakeholder*.

2) Implikasi bagi perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *net working capital* berpengaruh negatif signifikan secara parsial terhadap *cash holding*. Perusahaan dapat mengelola kas dan *net working capital*, karena *net working capital* merupakan substitusi kas yang baik. Pendanaan internal penting menjadi andalan perusahaan, karena jika terjadi krisis pendanaan eksternal akan lebih sulit didapat.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh negatif signifikan secara parsial terhadap *cash holding*. Perusahaan dapat memanfaatkan *economies of scale* dari *cash management*. Perusahaan besar dapat memanfaatkan kelebihan kas untuk berinvestasi

sehingga perusahaan tidak perlu menahan kas dalam jumlah besar. Ketika perusahaan memerlukan kas, perusahaan dapat mengakses pendanaan eksternal. Namun bagi perusahaan kecil, perlu memperhatikan cadangan kas guna mengatasi kesulitan likuiditas. Karena pendanaan eksternal bagi perusahaan kecil cenderung lebih sulit diakses.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan secara parsial terhadap *cash holding*. Perusahaan dengan *leverage* yang tinggi memiliki kemudahan akses pendanaan eksternal. Namun, perlu diingat bahwa hutang merupakan pedang bermata dua, di satu sisi memberikan keuntungan namun di sisi yang lain dapat mengancam kelangsungan perusahaan. Sehingga perusahaan harus membuat cadangan kas, atau menjaga jumlah kas yang dipegang guna menjaga kelancaran pembayaran hutang serta likuiditas perusahaan.

5. KESIMPULAN

5.1. Kesimpulan

Dari hasil dan pembahasan penelitian yang telah dijelaskan, peneliti menarik beberapa simpulan sebagai berikut :

- 1) *Net Working Capital* berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holding* perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta terdaftar dalam peringkat obligasi PEFINDO selama periode 2011-2015.
- 2) *Cash Conversion Cycle* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta terdaftar dalam peringkat obligasi PEFINDO selama periode 2011-2015.
- 3) *Firm Size* berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holding* perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta terdaftar dalam peringkat

obligasi PEFINDO selama periode 2011-2015.

- 4) *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holding* perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta terdaftar dalam peringkat obligasi PEFINDO selama periode 2011-2015.

6. REFERENSI

- Abdillah, F. & Kusumastuti R. 2014. Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Board Size terhadap Corporate Cash Holding. Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.
- Afza, T., & Adnan, S.M. 2007. Determinants of corporate cash holdings: A case study of Pakistan. *Proceedings of Singapore Economic Review Conference (SERC) 2007, August 01-04, Organized by Singapore Economics Review and The University of Manchester (Brooks World Poverty Institute)*. Singapore : 164-165.
- Al-Amarneh, Asma'a. 2015. Corporate Cash Holdings and Financial Crisis : Evidence from Jordan. *International Business Research*; Vol. 8, No. 5:212-222.
- Anjum S. & Malik Q.A. 2013. Determinants of Corporate Liquidity - An Analysis of Cash Holdings, *IOSR Journal of Business and Managment* Vol. 7(2) : 94 -100.
- Aragon, George O., Strahan, Philip E. 2012. Hedge funds as liquidity providers: Evidence from the Lehman bankruptcy. *Journal of Financial Economics* Vol. 103 (3) : 570-587
- Bigelli, M. & Vidal, J.S. 2012. Cash Holdings in Private Firms. *Journal of Banking & Finance* Vol. 36 : 26-35.
- Drobetz, W., dan Grüninger, M.C. 2007. Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management* Vol. 21 (3) : 293-324.
- Ferreira, M.A., Vilela, A.S. 2004. Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management* Vol. 10 : 295-319.
- Ghozali, Imam. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS Edisi 4*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gill, A. & Shah, C. 2012. Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance* Vol 4 (1) : 70-79.
- Gujarati, Damodaran N. 2004. *Basic Econometrics*. New York : McGraw Hill.
- Hilgen, Maximilian. 2015. The Determinants of Cash Holdings : Evidence from German Listed Firms. Paris : University of Twente.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76 (2) : 323-329.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. 1976. Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* Vol 3 : 305-360.
- Jinkar, Rabecca Theresia. 2013. Analisa Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Cash Holding Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Mini Economica*, Edisi 41 : 129-146.
- Juanda, Bambang dan Junaidi. 2012. *Ekonometrika Deret Waktu : Teori dan Aplikasi*. Bogor: IPB Press.
- Kasmir. 2010. *Pengantar Manajemen Keuangan Edisi Pertama*, Jakarta : Kencana
- Keynes, J.M. 1936. The General Theory of Employment, Interest and Money. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 51 (2) : 209-223
- Machfoedz, Mas'ud. 1994. Financial Ratio Analysis And The Prediction of Earnings

-
- Changes in Indonesia. *Kelola Gadjah Mada University Business Review Vol. III (7)*: 114-137
- Magerakis, Efstathios. 2015. Cash Holdings and Firm Characteristics: Evidence from UK Market. *Journal of Risk & Control Vol. 2 (1)* : 19-43
- Marfuah, A. & Zulhilmi. 2014. Pengaruh Growth Opportunity, Net Working Capital, Cash Conversion Cycle dan Leverage terhadap Cash Holding Perusahaan. Universitas Islam Indonesia.
- Megginsin, W.L. & Wei, Z. 2010. Determinants And Value of Cash Holdings : Evidence From China's Privatized Firms. *SSRN Working Paper Series* : 1-37
- Myers, Stewart C. & Maljuf, Nicholas S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics 13 (1984)* 187-221.
- Nguyen, Pascal. 2006. How Sensitive are Japanese Firms to Earnings Risk? Evidence from Cash Holdings. *SSRN Electronic Journal*.
- Niari, M.H., Khaki, Alireza A. 2016. The Effect of Inflation and Operating Cycle on Cash Holdings. *Medwell Journals International Business Management 10 (6)* : 874-877
- Ogundipe, L.O., Ogundipe, S.E., Ajao, S.K. 2012. Cash Holding and Firm Characteristics: Evidence From Nigerian Emerging Market. *Journal of Business, Economics & Finance Volume 1 (2)* : 45-58
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. 1999. The Determinants And Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics, Vol. 52*: 3-46
- Ozkan, A. & Ozkan N. 2004. Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking and Finance, Vol. 28 (9)* : 2103-2134
- Saddour, Khaoula. 2006. The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French firms. *Cereq Universite Paris Dauphine*
- Stulz, Rene M. 1990. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics Vol. 26 (3)* : 3-27
- Subramanyam, K. R. & Wild, John. 2009. *Financial Statement Analysis International Edition*. New York : McGraw-Hill
- Sudana, I. Made. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Penerbit Erlangga : Jakarta
- Syarif, M.E., dan Wilujeng, I.P. 2009. Cash Conversion Cycle dan Hubungannya dengan Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Manajemen Modal Kerja. *Jurnal Ekonomi Bisnis Tahun 14 (1)* : 61–69
- Van Horne, J.C. & Wachowicz, J.M. 2008. *Fundamentals of Financial Management*. England : Pearson Education Limited.
- Wenyao, Li. 2007. The Determinants of Cash Holdings : Evidence from Chinese Listed Companies.
- Widarjono, Agus. 2013. *Ekonometrika, Pengantar dan Aplikasinya, Edisi Keempat*. Yogyakarta : UPP STIM YKPN.
- William & Fauzi, S. 2013. Analisis Pengaruh Growth Opportunity, Net Working Capital, dan Cash Conversion Cycle terhadap Cash Holdings Perusahaan Sektor Pertambangan. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan, Vol. 1(2)* : 72-90
-