

**PENGARUH UKURAN DEWAN DIREKSI DAN KOMISARIS
INDEPENDEN TERHADAP *CASH HOLDING* PADA SEKTOR
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA (BEI) PERIODE 2011-2015**

**FIRDA MUFIDAH
8215132762**



**Skripsi Ini Disusun Sebagai Salah Satu Persyaratan Untuk Memperoleh
Gelar Sarjana Pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta**

**PROGRAM STUDI S1 MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA
2017**

***THE EFFECT OF BOARD SIZE AND INDEPENDENT
COMMISSIONER TO THE CASH HOLDING ON
MANUFACTURING SECTOR IN INDONESIA STOCK
EXCHANGE (IDX) PERIOD 2011-2015***

**FIRDA MUFIDAH
8215132762**



***Submitted in Partial Fulfilment of the Requirements for the Degree of
Bachelor of Economics***

***STUDY PROGRAM S1 MANAGEMENT
FACULTY OF ECONOMICS
STATE UNIVERSITY OF JAKARTA
2017***

ABSTRAK

Firda Mufidah, 2017; Pengaruh Ukuran Dewan Direksi dan Komisaris Independen Terhadap *Cash Holding* Pada Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2011-2015. Skripsi, Jakarta: Konsentrasi Keuangan, Program Studi S1 Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui Pengaruh Ukuran Dewan Direksi dan Komisaris Independen Terhadap *Cash Holding* Pada Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2011-2015. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan mekanisme *Corporate Governance* yang terdiri dari Ukuran Dewan Direksi dan Komisaris Independen. Variabel terikat yang digunakan adalah *Cash Holding*. Penelitian ini juga menggunakan lima variabel kontrol yaitu, Ukuran Perusahaan, Peluang Pertumbuhan, Arus Kas, *Leverage*, dan Modal Kerja Bersih. Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa laporan tahunan (*annual report*) Sektor Manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2015. Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel dengan pendekatan *Random Effect Model*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Ukuran Dewan Direksi dan Komisaris Independen tidak berpengaruh terhadap *Cash Holding* Perusahaan. Ukuran Perusahaan, Peluang Pertumbuhan, Arus Kas, dan Modal Kerja Bersih signifikan positif terhadap *Cash Holding*. Sedangkan *Leverage* tidak berpengaruh terhadap *Cash Holding* Perusahaan.

Kata kunci: *Cash Holding, Ukuran Dewan Direksi, Komisaris Independen.*

ABSTRACT

Firda Mufidah, 2017; *The Effect of Board Size and Independent Commissioner to the Cash Holding on Manufactur Sectors Listed by Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2011 - 2015. Thesis, Jakarta: Concentration in Finance, Study Program of Management, Faculty of Economic, State University of Jakarta.*

The aim of this study is to determine the effect of Board Size and Independent Commissioner to the Cash Holding on Manufactur Sectors Listed by Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2011 - 2015. Independent Variable of these study are Board Size and Independent Commissioner as a mechanism of Corporate Governance. While dependent variable is Cash Holding. Then control Variable in these study are Firm Size, Growth Opportunity, Cash Flow, Leverage, and Net Working Capital. The data used in this study is annual report of manufactur sectors that published by IDX during 2011 – 2015. The sampling method of this study is purposive sampling technique. The research model in this study employs panel data analysis with Random Effect Model approach. The empirical result shows that Board Size and Independent Commissioner have insignificantly influences to Cash Holding. Whrereas, Firm Size, Net Working Capital, Growth Opportunity, and Cash Flow have positive significant influence to Cash Holding. And Leverage has insignificantly effect to the Cash Holding.


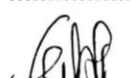
Key Words: Cash Holding, Board Size, Independent Commissioner.

LEMBAR PENGESAHAN

Penanggung Jawab
Dekan Fakultas Ekonomi



Dr. Dedi Purwana, ES., M.Bus
NIP. 19671207 199203 1 001

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
1. <u>M. Edo S. Siregar, S.E., M.BA</u> NIP. 1970125 200212 1 002	Ketua		8-8-2017
2. <u>Destria Kurnianti, S.E., M.Sc</u> NIDK. 8826100016	Sekretaris		7-8-2017
3. <u>Dra. Umi Mardiyati, M.Si</u> NIP. 19570221 198503 2 002	Penguji Ahli		7-8-2017
4. <u>Dr. Suherman, M.Si</u> NIP. 19731116 200604 1 002	Pembimbing I		7-8-2017
5. <u>Dr. Gatot Nazir Ahmad, M.Si</u> NIP. 19720506 200604 1 002	Pembimbing II		10-8-2017
Tanggal Lulus 4 Agustus 2017			

PERNYATAAN ORISINALITAS

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Skripsi saya merupakan karya asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik sarjana, baik di Universitas Negeri Jakarta, maupun di Perguruan Tinggi lain.
2. Skripsi ini belum pernah dipublikasikan, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya, dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di Universitas Negeri Jakarta.

Jakarta, Juli 2017
Yang membuat pernyataan



METERAI
TEMPEL
90872AEF365924341
6000
ENAM RIBURUPIAH

Firda Mufidah
No. Reg. 8215132762

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur senantiasa penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa Allah SWT karena berkat Rahmat, Taufik, dan Hidayah-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi ini tepat waktu. Skripsi ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta. Judul penelitian ini adalah “Pengaruh Ukuran Dewan Direksi dan Komisaris Independen Terhadap *Cash Holding* Pada Sektor Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2011-2015”.

Berbagai motivasi, bimbingan, koreksi dan bantuan diterima penulis selama penelitian ini berlangsung. Tanpa ada bantuan dari pihak lain, mungkin penulis tidak akan mampu menyelesaikan penelitian ini, oleh karena itu penulis ingin mengucapkan banyak terimakasih kepada seluruh pihak yang telah membantu dalam menyelesaikan penelitian ini khususnya kepada:

1. Dr. Suherman, M.Si selaku pembimbing penulis yang dengan sabar selalu membimbing dan memberikan saran kepada penulis.
2. Dr. Gatot Nazir Ahmad, M.Si selaku pembimbing penulis yang dengan sabar selalu membimbing dan memberikan saran kepada penulis.
3. Dr. Dedi Purwana ES, M.Bus selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.
4. Wildanul Firdaus dan Ani Suhendrayati selaku orang tua penulis, A Iman, Teh Fitri, Teh Imas, A Firza, A Fikry, dan Sari selaku keluarga penulis yang telah memberikan dorongan, baik moral maupun materil selama penulisan ini.

5. Andrian Haro S.Si, M.M selaku Kaprodi Manajemen.
6. Jajaran dosen serta karyawan Universitas Negeri Jakarta khususnya Jurusan Manajemen yang telah membimbing dan membantu selama penelitian.
7. Finni Amalia, Halimah Assyadiyah, Heshi Geshia Fitrinanda, Habibah Arviana, Yuni, Winona, Novilia, Sucifidi, Bunga, Wanda, Marsha, Savira, Syarah, Sule dan sahabat-sahabat penulis lainnya yang telah memberikan dukungan sehingga memotivasi penulis.
8. Sahabat sekaligus keluarga bagi penulis Puteri Sarah, Qothrunnada, Nina Nur, Fikri Darmawan, Faisal Khadafi, Tatag Kurnia, Faris Ammar, Fajar Sugiyanto, Kevin Rian, Faisal Yudha, Erix Ependi, Gusde, Galih, dan Nando yang selama perkuliahan mengisi hari-hari penulis.
9. Tak lupa pula penulis ingin mengucapkan banyak terima kasih kepada pihak-pihak terkait lainnya yang telah banyak membantu dalam penelitian.

Penulis akui penulis tidaklah sempurna, apabila nantinya terdapat kekeliruan dalam penulisan penelitian ini penulis sangat mengharapkan kritik dan sarannya. Akhir kata semoga penelitian ini dapat memberikan banyak manfaat bagi kita semua.

Jakarta, 20 Juli 2017

Penulis

DAFTAR ISI

ABSTRAK	Error! Bookmark not defined.
ABSTRACT	Error! Bookmark not defined.
LEMBAR PENGESAHAN	v
LEMBAR ORISINALITAS	vi
KATA PENGANTAR	Error! Bookmark not defined.ii
DAFTAR ISI	ixx
DAFTAR TABEL	xiiii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiiv
BAB I	Error! Bookmark not defined.
PENDAHULUAN	Error! Bookmark not defined.
A. Latar Belakang.....	Error! Bookmark not defined.
B. Rumusan Masalah	Error! Bookmark not defined.
C. Tujuan Penelitian.....	Error! Bookmark not defined.
D. Manfaat Penelitian.....	Error! Bookmark not defined.
BAB II	Error! Bookmark not defined.
KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS	Error! Bookmark not defined.
A. Kajian Pustaka	Error! Bookmark not defined.
1. <i>Agency Theory</i> (Teori Keagenan)	Error! Bookmark not defined.
2. <i>Corporate Governance</i>	Error! Bookmark not defined.
3. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi <i>Cash Holding</i>	Error! Bookmark not defined.
4. Definisi <i>Cash Holding</i>	Error! Bookmark not defined.
B. Penelitian Terdahulu	Error! Bookmark not defined.
C. Kerangka Pemikiran.....	Error! Bookmark not defined.
D. Hipotesis	Error! Bookmark not defined.
BAB III	Error! Bookmark not defined.
METODOLOGI PENELITIAN	Error! Bookmark not defined.
A. Objek dan Ruang Lingkup Penelitian.....	Error! Bookmark not defined.

B. Metodologi Penelitian.....	Error! Bookmark not defined.
C. Operasionalisasi Variabel Penelitian	Error! Bookmark not defined.
D. Metode Pengumpulan Data.....	Error! Bookmark not defined.
E. Metode Penentuan Populasi dan Sampel	Error! Bookmark not defined.
F. Metode Analisis.....	Error! Bookmark not defined.
BAB IV	Error! Bookmark not defined.
PEMBAHASAN	Error! Bookmark not defined.
A. Statistik Deskriptif.....	Error! Bookmark not defined.
B. Uji Asumsi Klasik	Error! Bookmark not defined.
C. Hasil Uji Regresi Data Panel	Error! Bookmark not defined.
D. Hasil Uji Regresi Dan Pembahasan	Error! Bookmark not defined.
E. Hasil Uji Hipotesis	Error! Bookmark not defined.
F. Koefisien Determinasi	Error! Bookmark not defined.
BAB V.....	Error! Bookmark not defined.
KESIMPULAN DAN SARAN	Error! Bookmark not defined.
A. Kesimpulan	Error! Bookmark not defined.
B. Implikasi	Error! Bookmark not defined.
C. Saran.....	Error! Bookmark not defined.
DAFTAR PUSTAKA	Error! Bookmark not defined.
LAMPIRAN-LAMPIRAN	Error! Bookmark not defined.
RIWAYAT HIDUP	99

DAFTAR TABEL

Tabel	Judul	Halaman
II.1	Penelitian Terdahulu	2
III.1	Operasionalisasi Variabel	5
III.2	Proses Pemilihan Sampel	7
IV.1	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	8
IV.2	Hasil Uji Multikolinearitas Variabel Penelitian	17
IV.3	Hasil Uji Chow	20
IV.4	Hasil Uji Hausman	22
IV.5	Hasil Uji Regresi Data Panel (<i>Random Effect Model</i>)	27
IV.6	Uji t (Parsial)	33

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Judul	Halaman
2.1	Kerangka Pemikiran	4

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Judul	Halaman
1	Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur	92
2	Data Variabel Sampel Perusahaan Manufaktur	96

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Terdapat dua mekanisme guna menciptakan *corporate governance* yang baik, yaitu mekanisme internal dan mekanisme eksternal (Martsila dan Meiranto)¹. Mekanisme internal meliputi pengelola dan pemilik perusahaan seperti komposisi dewan komisaris, komposisi dewan direksi dan komposisi internal audit. Sedangkan mekanisme eksternal meliputi pihak-pihak yang berkepentingan di luar perusahaan seperti penggunaan utang dari para pemberi pinjaman yang tercantum dalam *leverage* perusahaan (Puspitasari dan Ernawati)². Struktur *corporate governance* yang baik atau kuat diasosiasikan dengan pengawasan yang lebih efektif terhadap manajer serta transparansi perusahaan, sehingga peran *corporate governance* dapat membatasi tindakan manajer dalam menimbun kas secara berlebihan serta menghabiskan sumber daya perusahaan pada proyek yang memiliki *net present value* yang negatif (Lee dan Lee dalam Senjaya dan Yadnyana)³.

Corporate governance memiliki peran penting dalam menentukan kas perusahaan. Dittmar dan Smith⁴ dalam penelitiannya mengatakan perusahaan dengan *corporate governance* yang buruk menghabiskan kas lebih cepat dibandingkan dengan perusahaan dengan *corporate governance* yang baik.

¹ Martsila, Ika Surya dan Wahyu Meiranto. 2013. "Pengaruh Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan". *Diponegoro Journal of Accounting*, Vol.2, No.4

² Puspitasari, Filia dan Endang Ernawati. 2010. "Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha". *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, Vol.3, No.2, h.189 – 215

³ Lee, Kin Wai dan Cheng Few Lee. 2010. "Cash Holding, Corporate Governance Structure and Firm Valuation". *Paper*. di-download dari www.papers.ssrn.com.

⁴ Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. And H. Servaes. 2003. "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111-133.

Penelitian Ammann *et al.*⁵ menyatakan perusahaan dengan *corporate governance* yang buruk memiliki cadangan kas yang lebih signifikan dibandingkan dengan perusahaan dengan *corporate governance* yang baik. Dalam penelitian ini, peneliti hanya fokus pada dua mekanisme *corporate governance*, yaitu ukuran dewan direksi dan komisaris independen. Berdasarkan pada penelitian Hsu *et al.*⁶ yang mengatakan bahwa ukuran dewan direksi dan komisaris independen merupakan kunci dari keefektifitasan struktur dewan.

Dewan direksi bertanggung jawab terhadap manajemen kas perusahaan, permasalahan terkait *corporate governance*, dan kebijakan lain di perusahaan (Gill dan Shah dan Hsu *et al.*)⁷. Ukuran dewan direksi adalah penentu penting dari kas perusahaan yang dapat menyebabkan saldo kas perusahaan lebih tinggi dan secara pasti akan menimbulkan *agency problem*, karena ukuran dewan direksi yang besar mungkin tidak akan bekerja sesuai dengan keinginan para *shareholder* tetapi dengan tujuan memaksimalkan kekayaan mereka sendiri (Gill dan Shah dan Jamil *et al.*)⁸.

Dittmar dan Smith⁹ dan Ammann *et al.*¹⁰ melakukan penelitian terkait pengaruh ukuran dewan direksi terhadap *cash holding*. Hasil penelitian

⁵ Ammann, Oesch, dan Schmid. 2011. "Cash Holdings and Corporate Governance Around The World". *Working Paper*.

⁶ Hsu, Wen-Yen., Yenyu Huang, Gene Lai. 2014. "Corporate Governance and Cash Holdings: Evidence From The U.S Property-Liability Insurance Industry". *The Journal of Risk and Insurance*, DOI: 10.1111/jori.12049.

⁷ Gill, Amarjit dan Charul Shah. 2012. "Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada". *International Journal of Economics and Finance*, 4 (1): 70-79.

⁸ Jamil, Sulaman *et al.* 2016. "Determinant of Corporate Cash Holdings: Empirical Analysis of Pakistani Firms". *Journal of Economics and Finance*, Vol. 7 : PP 29-35.

⁹ Dittmar, A., Mahrt-Smith. J. And H. Servaes, *loc. cit*

¹⁰ Ammann, Oesch, dan Schmid, *loc. cit*

menyebutkan bahwa semakin kecil ukuran dewan direksi suatu perusahaan maka semakin kecil *cash holding* perusahaan tersebut. Hal demikian dikarenakan perusahaan lebih sering memakai kas yang tersedia untuk berinvestasi secara eksternal, seperti akuisisi, daripada investasi internal melalui R&D perusahaan. Perusahaan cenderung menghabiskan kas lebih cepat daripada meningkatkan fleksibilitas dengan menyimpannya.

Sejalan dengan Kusnadi¹¹ yang mengatakan ketika jumlah dewan direksi terlalu banyak, maka akan timbul *agency problem* seperti adanya direktur yang *free-rider* menjadi meningkat dan jajaran direksi hanya menjadi simbolis perusahaan saja dan mengabaikan tugas dan pemantauan yang semestinya. Hal tersebut akan berdampak pada perusahaan yang menghadapi *agency cost* lebih besar dari keuangan eksternal dan menyebabkan perusahaan menahas kas lebih banyak. Hasil penelitian Lee dan Lee¹², Sheikh dan Khan¹³, dan Jamil *et al.*¹⁴ menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi memiliki pengaruh positif terhadap kas perusahaan. Hubungan ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan direksi yang besar akan memiliki banyak akses atau *link* dengan eksternal perusahaan yang berdampak pada meningkatnya kas perusahaan.

Pada umumnya kebanyakan literatur menyatakan bahwa komisaris independen adalah aspek yang paling efektif dari *corporate governance*

¹¹ Kusnadi, Yuanto. 2011. "Do Corporate Governance Mechanism Matter for Cash Holdings and Firm Value?". *Pasific-Basin Finance Journal*, 19 : 554-570.

¹² Lee, Kin Wai dan Cheng Few Lee, *loc. cit*

¹³ Khan, Asad dan Sarfaraz Tanveer. 2016. "The Impact of Corporate Governance on Cash Holdings: A Comparative Study of The Manufacturing and Service Industry". *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 7 (1), 53-70

¹⁴ Jamil, Sulaman *et al*, *loc. cit*

(Anderson *et al* dalam Hsu *et al*)¹⁵. Keberadaan komisaris independen dianggap paling efektif dalam mengawasi kelebihan *cash holding* perusahaan (Hsu *et al*)¹⁶. Komisaris independen juga dapat mengurangi dominasi dari manajerial yang dapat menimbun *cash holdings* untuk memenuhi kepentingannya sendiri serta meningkatkan pengawasan pada manajer sehingga komisaris independen dapat memberikan perlindungan yang lebih baik terhadap *shareholder* (Lee dan Lee)¹⁷. Masood dan Shah¹⁸ mengemukakan bahwa dengan meningkatkan komisaris independen dapat mengatasi masalah keagenan karena mengurangi kontrol manajerial.

Harford, *et al.*¹⁹, Lee dan Lee²⁰, Kusnadi²¹ menyatakan bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang lemah memiliki cadangan kas yang lebih kecil hal ini terjadi karena cara perusahaan dalam menggunakan *cash flow*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat komisaris independen yang rendah memiliki *cash holding* yang lebih banyak. Sedangkan penelitian Hanani dan Fariha, Basheer²², Sheikh dan Khan²³, Khan dan Tanveer²⁴ menunjukkan komisaris independen berpengaruh positif terhadap

¹⁵ Hsu, Wen-Yen., Yenyu Huang, Gene Lai, *op. cit*

¹⁶ Hsu, Wen-Yen., Yenyu Huang, Gene Lai, *ibid*

¹⁷ Lee, Kin Wai dan Cheng Few Lee, *op. cit*

¹⁸ Masood, A., and Shah, A. (2014). "Corporate Governance and Cash Holdings in Listed Non Financial Firms of Pakistan". *Business Review*, 9(2), pp. 48-72.

¹⁹ Harford, Jarra., Mansi, Sattar A dan Maxwell, William F. 2008. Corporate governance and Firm Cash Holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 3, pg: 535-555.

²⁰ Lee, Kin Wai dan Cheng Few Lee, *loc. cit*

²¹ Kusnadi, Yuanto, *op. cit*

²² Basheer, Muhammad Farhan. "Impact of Corporate Governance on Corporate Cash Holdings: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan". *International Journal of Innovation and Applied Studies*. Agustus 2014, Vol. 7, No. 4, hal. 1371-1383.

²³ Sheikh, Nadeem Ahmed dan Muhammad Imran Khan. 2015. "The Impact of Board Attributes and Insider Ownership on Corporate Cash Holdings: Evidence from Pakistan". *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 9 (1), 52-68.

²⁴ Khan, Asad dan Sarfaraz Tanveer, *op. cit*

tingkat *cash holdings*. Berlawanan juga dengan Chen²⁵ yang mengatakan bahwa komisaris independen yang tinggi dapat meningkatkan *cash holding* di perusahaan karena kehadiran komisaris independen dapat mendorong perusahaan untuk menahan sejumlah kas yang cukup untuk kegiatan operasional, memastikan bahwa uang tunai diinvestasikan oleh perusahaan dengan cara yang tepat, dan memenuhi klaim kontrak pada saat jatuh tempo.

Motivasi peneliti mengambil topik ini karena *cash holding* perusahaan telah mendapat perhatian yang luas dalam literatur keuangan perusahaan dalam beberapa tahun terakhir. Penelitian tentang *cash holding* di Indonesia masih sedikit dan dianggap belum cukup untuk membuktikan tentang motivasi perusahaan dalam memegang kas secara berlebih, sehingga perlu dilakukan penelitian tentang *cash holding* perusahaan. Berdasarkan alasan tersebut dan bukti-bukti dari penelitian terdahulu peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul: “Pengaruh Ukuran Dewan Direksi dan Komisaris Independen Terhadap Cash Holding Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015”.

B. Rumusan Masalah

Dalam penelitian ini terdapat dua variabel yang diasumsikan dapat mempengaruhi *cash holding* perusahaan, yaitu ukuran dewan direksi dan komisaris independen. Berdasarkan penjelasan latar belakang di atas, maka dapat diidentifikasi masalah-masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

²⁵ Chen, R. (2008). “Corporate Governance and Cash Holdings: Listed New Economy versus Old Economy Firms”. *Corporate Governance: An International Review*, 16 (5), pp. 430–442.

1. Apakah ukuran dewan direksi berpengaruh terhadap *cash holding* pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015?
2. Apakah komisaris independen berpengaruh terhadap *cash holding* pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusalah masalah di atas, maka secara umum tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh ukuran dewan direksi terhadap *cash holding* pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.
2. Untuk mengetahui pengaruh komisaris independen terhadap *cash holding* pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.

D. Manfaat Penelitian

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat dan memberikan tambahan literatur bagi pengembangan ilmu ekonomi khususnya manajemen keuangan, serta memberikan kontribusi pemikiran dan bukti empiris mengenai pengaruh ukuran dewan direksi dan komisaris independen terhadap *cash holding* pada perusahaan di Indonesia khususnya sektor manufaktur.

2. Manfaat Praktis

a) Bagi Manajemen Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi tolak ukur atau acuan bagi manajemen perusahaan dalam mengambil keputusan khususnya keputusan yang terkait dengan *cash holding* perusahaan guna memaksimalkan keuntungan, memperluas pangsa pasar, dan menghindari kegagalan perusahaan karena *cash holding* merupakan salah satu strategi perusahaan dalam bidang keuangan.

b) Bagi Investor

Penelitian ini dapat memberikan informasi mengenai ukuran dewan direksi dan komisaris independen dalam mempengaruhi *cash holding* perusahaan sehingga dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan atau tolak ukur dalam berinvestasi dan menentukan perusahaan.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

A. Kajian Pustaka

1. Agency Theory (Teori Keagenan)

Jensen dan Meckling²⁶ mengemukakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antar investor dan manajer. Teori keagenan akan berlaku ketika sudah terjadi hubungan antara prinsipal dan agen. Dalam melaksanakan kerjasama pihak agen ditugaskan oleh pihak prinsipal untuk memanfaatkan dan mengelola dana yang tersedia dengan harapan bisa memperoleh keuntungan semaksimal mungkin dengan biaya yang efisien. Berdasarkan hal tersebut, terdapat dua kepentingan di dalam suatu perusahaan, yaitu kepentingan untuk mengoptimalkan keuntungan bagi perusahaan milik prinsipal dan kepentingan agen itu sendiri yang memegang tanggung jawab besar dalam mengelola perusahaan untuk mendapatkan imbalan yang besar pula.

Terdapat kemungkinan bahwa dalam hubungan atau kerjasama antara *agent* (manajemen) dengan *principal* (pemegang saham) dapat terjadi konflik keagenan (Sulistyaningsih dan Gunawan)²⁷. Konflik tersebut dapat berupa perbedaan dalam memperoleh informasi dan juga perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen. Kristiono, dkk²⁸ manajer sebagai pihak agen, memiliki informasi perusahaan yang lebih banyak dan lebih akurat

²⁶ Jensen, MC and Meckling, WH. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal Financial Economics, Vol. 3 (4), p. 305-360.

²⁷ Sulistyaningsih, & Gunawan, B. (2016). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Risk Management Disclosure. *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Vol. 1 No. 1.

²⁸ Kristiono, M.Si.,ak., CA, D., & MM.,ak.,CA, D. A. (2014). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Stuktur Modal, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Risk Management Disclosure. JOM FEKON. Vol. 7 No.2.

dibandingkan dengan *stakeholder*. Informasi tersebut mencakup seluruh kondisi perusahaan, termasuk kondisi-kondisi yang mungkin akan dihadapi perusahaan dimasa yang akan datang. Menurut Endrianto²⁹, hubungan keagenan mengakibatkan dua permasalahan, yaitu:

1. Informasi Asimetris (*information asymetry*), keadaan ketika manajemen secara umum memiliki informasi lebih banyak mengenai posisi keuangan yang sebenarnya dan posisi entitas dari pemilik.
2. Konflik kepentingan (*conflict of interest*), keadaan yang terjadi akibat ketidaksamaan tujuan, yaitu ketika manajemen tidak bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

Teori keagenan mengasumsikan bahwa seorang manajer sebagai pengelola perusahaan mengetahui lebih banyak informasi internal dan prospek perusahaan untuk waktu ke depan dibandingkan dengan pemilik perusahaan (*information asymetry*). Adanya ketidakseimbangan dalam memperoleh informasi inilah yang menjadi salah satu penyebab munculnya konflik dalam perusahaan. Konflik dalam keagenan ini dapat menimbulkan suatu masalah dalam perusahaan yang disebut dengan *agency problem*. Untuk mengatasi *agency problem* akan timbul biaya-biaya yang dikenal dengan *agency cost*. *Agency cost* dianggap sebagai jumlah dari biaya yang dikeluarkan prinsipal untuk melakukan pengawasan terhadap agen. Hampir tidak mungkin bagi perusahaan untuk tidak memiliki *agency cost* dalam rangka menjamin manajer akan mengambil keputusan yang optimal dari pandangan *shareholders* karena

²⁹ Endrianto, Wendy. 2010. "Analisa Pengaruh Penerapan Basal dan Corporate Governance terhadap Manajemen Risiko pada PT Bank Negara Indonesia (persero) Tbk". Tesis Universitas Indonesia.

terdapat rentang perbedaan kepentingan yang luas diantara mereka.

Salah satu sistem pengawasan yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency problem* adalah dengan menerapkan *corporate governance*. *Corporate governance* sebagai efektivitas mekanisme yang bertujuan untuk meminimalisasi konflik keagenan, dan merupakan elemen penting untuk meningkatkan efisiensi ekonomis, yang meliputi hubungan antara prinsipal dan agen. Prinsip-prinsip yang harus diperhatikan dalam menerapkan *good corporate governance* yang baik adalah transparansi (*transparency*), akuntabilitas, keadilan, dan responibilitas. Wulandari³⁰ mengungkapkan bahwa *corporate governance* diperlukan untuk permasalahan keagenan antara pemilik dengan manajer, dan untuk menyamakan kepentingan antara pemilik perusahaan dengan pengelola perusahaan.

2. Corporate Governance

Menurut Forum *Corporate Governance* Indonesia (FCGI)³¹, *corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak atau kewajiban mereka atau merupakan suatu sistem untuk mengatur dan mengendalikan perusahaan. *Corporate governance* juga memberikan struktur yang memfasilitasi suatu perusahaan di dalam menentukan sasaran-sasaran dan sebagai sarana menentukan teknik dari

³⁰ Wulandari, Ndaruningpuri. 2006. "Pengaruh Indikator Mekanisme Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia". Fokus Ekonomi, Vol.1, No.2, h.120 – 136

³¹ Forum for Corporate Governance in Indonesia. (2001). *Corporate Governance: Tata Kelola Perusahaan*. Edisi Ketiga. Jakarta: Prentice Hall.

monitoring kinerja (Darmawati *et al.*)³². Penerapan dari mekanisme *good corporate governance* di dalam suatu perusahaan tidak semudah memahami konsep yang telah ada. Masalah penyimpangan masih bisa muncul yang diakibatkan oleh kurangnya integritas manajemen perusahaan. Penyimpangan lainnya yang dapat terjadi adalah munculnya ketidak taatan, kesalahpahaman, konflik, bahkan manipulasi data keuangan oleh pihak manajemen (Chariri)³³. Lima prinsip dasar *Good Corporate Governance* (GCG) menurut Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG) adalah sebagai berikut:

a. *Transparency* (Transparansi)

Prinsip ini mengandung unsur keterbukaan (*disclosure*) dan penyediaan informasi yang tepat waktu, memadai, akurat, dan dapat diperbandingkan serta mudah diakses oleh pemangku kepentingan dan masyarakat. Transparansi diperlukan agar perusahaan dapat menjalankan bisnis secara objektif, profesional, dan melindungi kepentingan konsumen.

b. *Accountability* (Akuntabilitas)

Prinsip ini mengandung unsur kejelasan fungsi dalam organisasi dan cara mempertanggungjawabkannya. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

³² Darmawati, Deni, *et al.* 2004. Hubungan *Corporate Governance* dan Kinerja Perusahaan. *Symposium Nasional Akuntansi VII*. Denpasar.

³³ Chariri, Dominikus Octavianto. 2014. Pengaruh *Good Corporate Governance* Terhadap Kinerja Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, Vol. 3 (3), p. 1-9.

c. *Responsibility* (Responsibilitas)

Prinsip ini mengandung unsur kepatuhan terhadap undang-undang dan ketentuan internal serta tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan. Responsibilitas diperlukan agar dapat menjamin terpeliharanya kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai warga korporasi yang baik atau dikenal dengan *good corporate citizen*.

d. *Independency* (Independensi)

Prinsip ini mengandung unsur kemandirian dari dominasi pihak lain dan objektivitas dalam melaksanakan tugas dan kewajibannya.

e. *Fairness* (Kesetaraan dan Kewajaran)

Prinsip ini mengandung unsur perlakuan yang adil dan kesempatan yang sama sesuai dengan porsinya. Dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan dari masing-masing pihak yang bersangkutan.

3. Faktor-faktor yang mempengaruhi *Cash Holding*

a. Ukuran Dewan Direksi

Menurut KNKG³⁴ direksi merupakan organ perusahaan yang bertugas dan memiliki tanggung jawab kolegal didalam mengelola perusahaan. Dewan direksi adalah pihak dari perusahaan yang memiliki tugas untuk melaksanakan kepengurusan dan operasi perusahaan. Menurut UU No.40 Tahun 2007³⁵ tentang Perseroan Terbatas Pasal 1 Direksi adalah organ perseroan yang

³⁴ Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). 2006. Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia. Jakarta.

³⁵ Undang-undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.

berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan perseroan untuk kepentingan perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan perseroan serta mewakili perseroan, baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan ketentuan anggaran dasar. Ukuran dewan direksi adalah jumlah direksi suatu perusahaan yang ditunjuk dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Merujuk pada peraturan UU No. 40 Tahun 2007³⁶ Tentang Perseroan Terbatas (PT), jumlah minimal Dewan Direksi di dalam suatu perusahaan adalah sebanyak 2 orang.

Semakin besar ukuran dewan direksi maka kemampuan dalam mengendalikan rapat akan semakin besar, serta variasi ide yang muncul juga dapat dijadikan pilihan dalam menemukan solusi ketika ada masalah. Gill dan Shah³⁷ menyatakan bahwa jumlah dewan direksi memainkan peran penting dalam organisasi dan dapat menyebabkan saldo kas yang lebih tinggi. Sheikh dan Khan³⁸, Jamil *et al*³⁹ perusahaan dengan ukuran dewan direksi yang besar akan memiliki banyak akses atau *link* dengan eksternal perusahaan yang berdampak pada meningkatnya kas perusahaan. Sejalan dengan Kusnadi⁴⁰ yang mengatakan ketika jumlah dewan direksi terlalu banyak, maka akan timbul *agency problem* seperti adanya direktur yang *free-rider* menjadi meningkat dan jajaran direksi hanya menjadi simbolis perusahaan saja dan mengabaikan tugas dan pemantauan yang semestinya. Hal tersebut akan berdampak pada perusahaan yang menghadapi *agency cost* lebih besar dari

³⁶ Undang-undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, *loc. cit*

³⁷ Gill, Amarjit dan Charul Shah, *op. cit*

³⁸ Sheikh, Nadeem Ahmed dan Muhammad Imran Khan, *op. cit*

³⁹ Jamil, Sulaman et al, *op. cit*

⁴⁰ Kusnadi, Yuanto, *op. cit*

keuangan eksternal dan menyebabkan perusahaan menahas kas lebih banyak.

b. Komisaris Independen

Komisaris independen merupakan komisaris yang berasal dari luar perusahaan. Komisaris independen diharuskan untuk tidak memiliki hubungan dengan direksi maupun para pemegang saham (Yuliana dan Ketut)⁴¹. Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan (Susanti dan Riharjo)⁴². Menurut Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG)⁴³ komisaris independen memiliki tanggung jawab yang sama dengan komisaris yaitu mengawasi kebijakan dan kegiatan yang dilakukan oleh direksi serta memberikan nasehat kepada direksi jika diperlukan. Anggota komisaris harus merupakan orang yang berkarakter baik dan mempunyai kemampuan teknis yang relevan. Setiap anggota komisaris harus menjalankan kewajibannya untuk kepentingan perusahaan dan pemegang saham.

Adapun persyaratan menjadi komisaris independen adalah sebagai berikut:

1. Tidak ada afiliasi dengan pemegang saham dan pengendali perusahaan yang bersangkutan

⁴¹ Yuliana, Sheryl dan I Ketut Yadnyana. 2016. "Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set, Cash Conversion Cycle dan Corporate Governance Structure Terhadap Cash Holdings". E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Universitas Udayana, ISSN : 2337-3067.

⁴² Susanti, Susi dan Riharjo, Ikhsan Budi. 2013. "Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Corporate Social Responsibility Pada Perusahaan Cosmetics and Household. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, Vol.1 No.1 Pg : 152-167.

⁴³ Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG), *op. cit*

2. Tidak ada afiliasi dengan direktur dan/atau komisaris lainnya perusahaan tercatat yang bersangkutan
3. Tidak memiliki jabatan merangkap sebagai direktur di perusahaan lain yang terafiliasi dengan perusahaan tercatat yang bersangkutan
4. Paham akan peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal
5. Ditunjuk oleh pemegang saham dan dipilih oleh pemegang saham yang bukan merupakan pemegang saham pengendali dalam Rapat Umum Pemegang Saham.

Keberadaan komisaris independen di dalam suatu perusahaan dapat mendorong perusahaan untuk menahan sejumlah kas yang dapat digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan dan memenuhi klaim kontrak pada saat jatuh tempo (Sheikh dan Khan)⁴⁴. Lee dan Lee⁴⁵ menyatakan komisaris independen dapat mengurangi dominasi dari manajerial yang dapat menimbun *cash holdings* untuk memenuhi kepentingannya sendiri. Penelitian yang dilakukan Rahman dan Muhamad⁴⁶ dan Kuan *et al*⁴⁷ menunjukkan bahwa komisaris independen berpengaruh positif terhadap cash holding.

c. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap besar kecilnya aliran kas operasional perusahaan. Perusahaan yang besar otomatis akan memiliki aliran kas operasional yang besar pula. Jadi semakin besar perusahaan, maka akan

⁴⁴ Lee, Kin Wai dan Cheng Few Lee, *op. cit*

⁴⁵ Sheikh, Nadeem Ahmed dan Muhammad Imran Khan, *op. cit*

⁴⁶ Rahman, Azira Hanani Ab dan Muhamad, Siti Fariha. 2013. "Corporate Governance and Firms Cash Holding In Malaysia". Proceeding of the International Conference on Social Science Research. Available at: <http://worldconferences.net/Proceedings/icssr2013>.

⁴⁷ Kuan, Tsung-Han., Liu, Chu-Shiu dan Liu, Chwen-Chi. 2012. "Corporate Governance and Cash Holdings: A Quantile Regression Approach". *International Review of Economics and Finance*. Available at: <http://asiair.asia.edu.tw/retrieve/68038/1-s2.0-S1059056012000342main.pdf>

semakin meningkatkan *cash holding* perusahaan (Rahmawati)⁴⁸. Perusahaan besar memiliki akses yang lebih besar untuk mendapatkan pendanaan dari berbagai sumber, sehingga untuk mendapatkan pinjaman dari kreditur akan lebih mudah karena perusahaan dengan ukuran besar memiliki profitabilitas lebih besar untuk memenangkan persaingan atau bertahan dalam industri.

d. Peluang Pertumbuhan

Peluang pertumbuhan merupakan salah satu faktor yang paling umum digunakan perusahaan dalam menentukan tingkat *cash holdings*. Secara garis besar peluang pertumbuhan didefinisikan sebagai investasi atau proyek yang memiliki potensi tumbuh secara signifikan. Berdasarkan *trade off theory*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menanggung atau merasakan biaya yang lebih besar akibat perusahaan kekurangan cadangan kas. Hal tersebut terjadi karena hilangnya kesempatan perusahaan dalam melakukan investasi akibat tidak memiliki kas yang cukup.

Sejalan dengan *Pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang tinggi membutuhkan kas lebih besar untuk mengambil keputusan investasinya. Apabila perusahaan tidak mengambil investasi-investasi yang menguntungkan tersebut akan menyiratkan bahwa perusahaan tidak memiliki cadangan kas yang cukup dan pembiayaan eksternal memerlukan biaya yang mahal maka peluang pertumbuhan yang tinggi juga akan mendorong perusahaan untuk membuat kebijakan dengan lebih memilih

⁴⁸ Rahmawati, Zahrotul Auliya. 2014. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keputusan Cash Holding Pada Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di BEI". *Jurnal Ilmiah Fakultas Ekonomi Brawijaya*, Vol. 2 No. 2 Hal. 1-15.

memegang kas yang tinggi guna membiayai kesempatan investasinya (Marfuah dan Zuhilmi)⁴⁹.

Peluang pertumbuhan menggambarkan pertumbuhan aktiva perusahaan dari tahun ke tahun dengan menghitung presentase perubahan total aktiva perusahaan dari tahun ke tahun. Berdasarkan teori di atas, penulis menarik kesimpulan adanya hubungan positif antara peluang pertumbuhan dengan tingkat *cash holdings* perusahaan. Dapat diartikan bahwa semakin tinggi peluang pertumbuhan suatu perusahaan, maka tingkat *cash holdings* yang dimiliki perusahaan juga tinggi. Perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan kas yang tinggi guna mengembangkan usahanya.

e. Arus Kas

Arus kas atau *cash flow* merupakan jumlah kas keluar dan kas masuk pada perusahaan. Perusahaan dengan arus kas yang tinggi diperkirakan memegang kas dalam jumlah yang besar (Ogundipe et al.)⁵⁰. Sejalan dengan *pecking order theory*, perusahaan akan memegang kas dalam jumlah besar ketika memiliki arus kas yang tinggi. Hal ini dikarenakan kecenderungan perusahaan untuk menggunakan sumber dana internal dibandingkan sumber dana eksternal (Ozkan dan Ozkan)⁵¹.

⁴⁹ Marfuah dan Ardan Zuhilmi. 2015. "Pengaruh Growth Opportunity, Net Working Capital, Cash Conversion Cycle dan Leverage Terhadap Cash Holding Perusahaan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 5 (1), P. 32-43.

⁵⁰ Ogundipe, Lawrence Olatunde, Sunday Emanuel Ogundipe, & Samuel Kehinde Ajao. 2012. "Cash Holding and Firm Characteristic: Evidence from Nigerian Emerging Market". *Journal of Business, Economic and Finance*, 1: 45-57.

⁵¹ Ozkan, Aydin dan Neslihan Ozkan. 2004. "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of

f. Leverage

Menurut Islam⁵² *leverage* adalah rasio yang membandingkan antara total hutang dengan total aktiva perusahaan. Hutang yang dimiliki oleh perusahaan dapat meningkatkan *financial distress* dan kemungkinan kebangkrutan yang akan dialami oleh perusahaan. Apabila rasio *leverage* digunakan sebagai proksi kemampuan perusahaan untuk menerbitkan hutang, maka dapat diperkirakan adanya hubungan yang positif antara *leverage* dengan *cash holding*. Namun jika hutang digunakan sebagai pendanaan investasi, maka dianggap sebagai pengganti kas dan dapat diperkirakan memiliki hubungan yang negatif antara *leverage* dengan *cash holding*.

g. Modal Kerja Bersih

Ferreira dan Vilela⁵³ menyatakan bahwa modal kerja bersih merupakan pengganti uang tunai. Modal kerja bersih dapat dilikuidasi dengan cepat untuk pendanaan. Akibatnya, perusahaan dengan modal kerja bersih yang banyak cenderung memegang kas dalam jumlah yang sedikit. Sejalan dengan Ozkan dan Ozkan⁵⁴ yang menyatakan bahwa biaya untuk mengkonversi aset lancar non-kas menjadi kas lebih murah dibandingkan dengan aset-aset lainnya. Perusahaan dengan aset lancar yang cukup mungkin tidak harus menggunakan pasar modal untuk mendapatkan dana ketika mereka mengalami kekurangan kas. Dengan begitu, perusahaan dengan modal kerja bersih yang tinggi akan

UK Companies". *Journal of Banking and Finance*, 28 (90, 2103-2134.

⁵² Islam, Sohani. "Manufacturing Firm's Cash Holding Determinants: Evidence from Bangladesh". *International Journal of Business and Management*. Maret 2012, Vol.7, No.6, hal. 172-184.

⁵³ Ferreira, Miguel A dan Antonio S. Vilela. 2004. "Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries". *European Financial Management*, Vol. 10 No. 2: 295-319.

⁵⁴ Ozkan, Aydin dan Neslihan Ozkan, *op. cit*

memiliki *cash holding* yang rendah.

4. Definisi *Cash Holding*

Cash Holding merupakan ketersediaan kas yang disimpan dan dibutuhkan perusahaan untuk kegiatan operasionalnya. Kas merupakan salah satu aset yang paling likuid atau mudah berpindah tangan dalam kegiatan transaksi. Likuiditas mengacu pada kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban membayar hutang jangka pendeknya. Kas termasuk ke dalam aset yang likuid karena dapat digunakan dengan mudah atau secara langsung untuk melunasi kewajiban jangka pendek perusahaan. Karena sifatnya yang likuid tersebut, membuat kas memiliki tingkat keuntungan yang paling rendah dibandingkan apabila kas tersebut diinvestasikan dalam bentuk aset lain yang lebih menguntungkan, seperti misalnya deposito berjangka, membeli obligasi perusahaan lain, dan sebagainya.

Kas terdapat pada urutan pertama dalam neraca karena kas merupakan aset yang paling likuid di antara aset lancar lainnya. Posisi kas pada neraca digabungkan dengan *equivalent cash* (kas ekuivalen) atau setara kas. Setara kas adalah investasi jangka panjang yang sangat dekat dengan jatuh temponya dan mudah dikonversikan menjadi uang kas sesegera mungkin. Selain itu, menurut Teruel *et al.*⁵⁵, *cash holding* merupakan rasio yang membandingkan antara jumlah kas dan setara kas yang dimiliki perusahaan dengan jumlah aktiva perusahaan secara keseluruhan. Karena itu *cash holding* dianggap sebagai kas dan setara kas yang dapat dengan mudah diubah menjadi uang tunai. Kebijakan

⁵⁵ Teruel, *et al.* 2009. "Accruals Quality and Corporate Cash Holdings. *Journal Compilation Accounting and Finance*, 49 (1), 95-115.

perusahaan untuk memegang kas merupakan langkah untuk melindungi perusahaan dari *cash shortfall*. Semakin besar ketidakpastian atau volatilitas dari *cash flow* perusahaan, maka semakin besar kemungkinan terjadinya kekurangan kas operasional dan perusahaan terdorong untuk memegang kas dalam jumlah yang lebih besar (Dittmar)⁵⁶.

Kepemilikan kas (*Cash holding*) dapat digunakan untuk melakukan pembelian saham, dibagikan kepada para pemegang saham berupa dividen, melakukan investasi untuk perusahaan, atau menyimpannya untuk kepentingan perusahaan (Rahmawati)⁵⁷. Ketersediaan kas (*cash*) optimal yang dimiliki perusahaan sangat mempengaruhi perusahaan dalam memperoleh keuntungan. Apabila jumlah kas (*cash*) yang disimpan terlalu banyak, akan berdampak pada *profit* yang dapat diperoleh perusahaan atas kesempatan investasi yang terlewatkan. Namun apabila jumlah kas (*cash*) yang disimpan perusahaan terlalu sedikit, akan berdampak pada likuiditas perusahaan. Oleh karena itu, dengan tersedianya kas (*cash*) dalam jumlah yang cukup, perusahaan tidak perlu melewatkan atau mengorbankan kesempatan melakukan investasi untuk mempertahankan likuiditasnya.

Kas sebagai aset yang paling likuid, umumnya terdiri atas mata uang dan giro atau *demand deposit* (uang yang tersedia untuk memenuhi permintaan di institusi keuangan) (Kieso, et al.)⁵⁸. Kas (*cash*) terdiri atas uang kertas, uang

⁵⁶ Dittmar, Amy. 2008. "Corporate Cash Policy and How to Manage it With Stock Repurchases". *Journal of Applied Corporate Finance*, 20 (3): 22-34.

⁵⁷ Rahmawati, Zahrotul Auliya, *op. cit*

⁵⁸ Kieso, Donald E, Jerry J. Weygandt, dan Terry D. Warfield. 2015. *Intermediate Accounting: IFRS Edition. Second Edition*. New Jersey: John Wiley and Son.

logam, *money order* (wesel atau kiriman uang melalui pos yang lazim berbentuk *draft* bank atau cek bank), cek, dan uang tunai baik yang disimpan di bank dalam bentuk deposito maupun uang tunai di tangan. Aturan umum yang berlaku di bank adalah jika bank menerima untuk disimpan di bank, maka itulah yang disebut sebagai kas (*cash*). Kas (*cash*) adalah alat pembayaran yang siap dan bebas digunakan untuk kegiatan umum atau operasional perusahaan.

Pengelolaan terhadap kas (*cash*) perusahaan menjadi perhatian khusus bagi perusahaan mengingat dalam menentukan jumlah kas yang pas dan cukup untuk keperluan operasional perusahaan tidaklah mudah. Hal ini dikarenakan apabila perusahaan memegang kas dalam jumlah yang sedikit, akan berdampak pada sulitnya perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga perusahaan akan dipandang buruk dan tidak likuid yang akhirnya menimbulkan keraguan pihak lain pada perusahaan karena citra buruk yang ditimbulkan perusahaan.

Di sisi lain, menyimpan kas terlalu banyak juga akan merugikan perusahaan karena perusahaan tidak bisa mencapai tingkat profitabilitas yang optimal. Yaitu keuntungan yang seharusnya bisa diperoleh perusahaan jika menggunakan kasnya untuk aktivitas perusahaan seperti investasi. Dewan direksi memiliki peran dalam menentukan tingkat cash holding yang optimal bagi perusahaan. Ketika terjadi aliran kas masuk, seorang manajer dapat memutuskan untuk membagikannya kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau mungkin menyimpannya untuk keperluan investasi perusahaan di masa depan. *Cash holding* perusahaan dapat diukur dengan

membagi kas dan setara kas dengan total aset yang dimiliki perusahaan.

a. Cash Holdings Theory

Secara umum, terdapat tiga teori utama yang menjelaskan tentang tinggi rendahnya tingkat *cash holding* dalam perusahaan, yaitu:

1) Trade-off Theory

Trade-off theory menyatakan bahwa hal-hal yang harus dipertimbangkan untuk mengelola *cash holding* perusahaan adalah batasan antara *cost* (biaya) dan *benefit* (manfaat) yang akan didapatkan ketika menahan kas. Menurut Ferreira dan Vilela⁵⁹ biaya memegang kas adalah biaya *opportunity cost* dari modal yang diinvestasikan dalam bentuk aset lancar. Sedangkan manfaat dari memegang kas yaitu mengurangi eksposur *financial distress*, memperlonggar kebijakan investasi, dan meminimumkan biaya untuk tambahan dana eksternal (*cost of debt*) atau melikuidasi aset. Pengelolaan *cash holding* yang tepat akan berpengaruh terhadap tercapainya tujuan perusahaan yaitu untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

2) Agency Theory

Berdasarkan penelitian yang dilakukan Batez, et al⁶⁰ dalam Yuliana dan Ketut⁶¹ menyatakan bahwa terdapat motif *agency* pada perusahaan dalam memegang *cash*. Motif *agency* berdasarkan penelitian Dittmar dan Smith⁶² dan Pinkowitz, et al dalam Yuliana dan Ketut⁶³ menunjukkan

⁵⁹ Ferreira, Miguel A dan Antonio S. Vilela, *op. cit*

⁶⁰ Batez, Thomas W., Kahle, M Kathleen., dan Stulz, M Rene. 2009. "Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To?". *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, pg: 1985-2021.

⁶¹ Yuliana, Sheryl dan I Ketut Yadnyana, *op. cit*

⁶² Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. And H. Servaes, *op. cit*

⁶³ Yuliana, Sheryl dan I Ketut Yadnyana, *loc. cit*

bahwa kas tidak bernilai pada negara yang memiliki masalah *agency* yang besar antara *insider* dan *outsider shareholders* perusahaan. Motif *agency* didorong akibat terdapatnya perbedaan kepentingan antara pihak *insider* dan *outsider* dalam hal ini besarnya jumlah *cash* yang dimiliki oleh perusahaan sehingga diperlukan transparansi dalam perusahaan untuk mengurangi konflik *agency*. Menurut Khalil dan Ali⁶⁴ dalam *agency theory* menjelaskan bahwa kekuatan pemegang saham dapat menyebabkan *cash holding* berkurang. Terdapat dua hipotesis dari *agency theory*, yaitu:

a) *Free Cash Flow Hypothesis*

Jensen (1976) menjelaskan bahwa manajer memiliki motivasi untuk menahan atau memegang uang tunai atau kas untuk meningkatkan jumlah aset di bawah kontrol mereka dan untuk memperoleh kekuasaan diskresi atas keputusan investasi perusahaan. Selain itu, adanya kas pada perusahaan akan mengurangi tekanan untuk melakukan pekerjaan dengan baik dan memungkinkan para manajer untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang berdasarkan hanya pada kepentingan mereka sendiri, tetapi tidak dalam kepentingan terbaik para pemegang saham (Ferreira dan Vilela)⁶⁵.

Teori ini juga menyatakan bahwa perusahaan akan mengalami masalah jika memiliki *cash flow* dalam jumlah yang besar. Pada

⁶⁴ Khalil, Sherriyar dan Liaqat Ali. 2015. "The Effect of Family Ownership on Cash Holdings of The Firm (Karachi Stock Exchange). *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, Vol.5 No.6 PP.13-141.

⁶⁵ Ferreira, Miguel A dan Antonio S. Vilela, *op. cit*

umumnya pihak manajemen lebih menginginkan untuk menahan kas dengan tujuan pendanaan proyek-proyek tertentu. Namun, terkadang manajemen malah melakukan tindakan yang tidak memberikan nilai tambah bagi perusahaan dengan dalih proyek yang ingin diambil memiliki resiko besar dan mengambil keuntungan perusahaan untuk kepentingan pribadi (Opler *et al* dalam Marfuah & Zulhilmi)⁶⁶.

Dittmar et al.⁶⁷ studi perusahaan di 45 negara dan menemukan ciri khas faktor-faktor penentu *cash holdings*, seperti peluang investasi dan *information asymmetry* kurang signifikan ketika negara memiliki perlindungan investor yang buruk dan perusahaan-perusahaan memegang lebih banyak kas ketika lebih mudah untuk mengakses dana. Semakin besar *agency problem* di negara-negara, semakin tinggi *cash holdings* di perusahaan.

b) *The Risk-Reduction Hypothesis*

Risk-Reduction Hypothesis menganggap *cash holdings* sebagai investasi bebas risiko dan karena manajer menghindari risiko akan meningkatkan *cash holdings* untuk mengurangi eksposur risiko perusahaan sehingga memberikan risiko positif proyek-proyek NPV (Tong)⁶⁸.

⁶⁶ Marfuah dan Ardan Zulhilmi, *op. cit*

⁶⁷ Dittmar et al, *op. cit*

⁶⁸ Tong, Z. 2006. "Firm Diversification and The Value of Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, 71, 741-758.

3) *Pecking Order Theory*

Menurut Jinkar⁶⁹, *Pecking Order Theory* mengemukakan adanya urutan sumber dana dalam pembuatan keputusan pendanaan perusahaan. Berdasarkan teori ini, ketika perusahaan membutuhkan dana untuk pembiayaan investasi, seharusnya perusahaan menggunakan sumber dana internal perusahaan terlebih dahulu. Apabila dana yang dibutuhkan untuk pembiayaan investasi tidak terpenuhi dari dana internal perusahaan, maka perusahaan dapat menggunakan sumber dana eksternal dari utang atau ekuitas sebagai sumber pendanaan lainnya. Teori ini membuat perusahaan tidak memiliki target kas yang optimal, sehingga perusahaan cenderung menahan sisa kas dari kegiatan operasionalnya. Selain tidak adanya tingkat kas yang optimal, kas memiliki peran lebih sebagai penyangga antara saldo laba dan kebutuhan investasi.

Selain itu, Myers⁷⁰ menyebutkan *pecking order theory* menerangkan tentang preferensi pendanaan suatu perusahaan. perusahaan pertama-tama lebih menyukai pembiayaan investasi dengan menggunakan laba ditahan, kemudian dengan utang yang aman lalu dengan utang yang beresiko dan yang terakhir baru menerbitkan saham/ekuitas untuk meminimalisasi biaya informasi asimetris dan biaya pendanaan lainnya. Dilihat dari sudut pandang *pecking order theory* adanya keterikatan satu sama lain antara hutang dengan kas perusahaan. Perusahaan yang

⁶⁹ Jinkar, Rebecca Theresia. 2013. "Analisa Faktor-faktor Penentu Kebijakan Cash Holding Perusahaan Manufaktur di Indonesia". *Mini Economica*, Edisi 42 : 129-146, ISSN: 0216-971.

⁷⁰ Myers, S. C&N.S Majluf., 1984, "Corporate Financing & Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, pp 187-221.

memiliki sumber daya keuangan internal yang cukup akan menggunakan kas untuk aktivitas operasionalnya dan baru menggunakan hutang jika pendanaan internal tidak mencukupi.

b. Motif Memegang Kas

Setiap perusahaan memiliki sejumlah kas dalam neraca perusahaannya. Beberapa dari perusahaan tersebut memiliki kas dalam jumlah yang besar, namun ada juga yang memiliki kas dalam jumlah yang terlalu kecil.

Menurut Keynes dalam Marfuah dan Zulhildi⁷¹ terdapat beberapa keuntungan dari *cash holding* berdasarkan beberapa tipe motif dari perusahaan yang memegang kas, antara lain:

1) *Transaction motive*

Menurut teori ini perusahaan menahan kas untuk membiayai berbagai transaksi perusahaan. Apabila perusahaan mudah mendapatkan dana dari pasar modal, *cash holding* tidak diperlukan namun jika tidak, maka perusahaan perlu *cash holding* untuk membiayai berbagai transaksi. Apabila terdapat asimetri informasi dan *agency cost of debt* yang tinggi akan menjadikan sumber pendanaan eksternal juga akan semakin tinggi yang menyebabkan jumlah *cash holding* juga menjadi semakin besar.

2) *Precaution motive*

Menurut teori ini perusahaan memiliki *cash holding* dengan tujuan untuk mengantisipasi peristiwa yang tidak terduga dari aspek pembiayaan, terutama pada negara dengan perekonomian yang tidak stabil. Pasar modal akan terpengaruh oleh keadaan ekonomi yang bersifat makro

⁷¹ Marfuah dan Zulhildi, *op. cit*

seperti perubahan nilai tukar yang dapat berpengaruh terhadap nilai hutang perusahaan. Hal ini menyebabkan perusahaan memerlukan *cash holding* untuk mengantisipasi berbagai kemungkinan buruk perekonomian.

3) *Speculation motive*

Teori ini menyatakan bahwa perusahaan akan menggunakan kas untuk berspekulasi mengamati berbagai kesempatan bisnis baru yang dianggap menguntungkan. Perusahaan yang sedang berkembang dapat melakukan akuisisi perusahaan lain sehingga memerlukan kas dalam jumlah besar.

4) *Arbitrage motive*

Teori ini menyatakan bahwa perusahaan menahan kas untuk memperoleh keuntungan dari adanya berbagai perbedaan kebijakan antar negara. Perusahaan dapat mengambil dana dari pasar modal asing dengan bunga yang lebih rendah kemudian melalui mekanisme perdagangan dana tersebut ditanamkan pada pasar modal domestik yang memiliki tingkat bunga yang lebih tinggi.

Sedangkan menurut Sunyoto dan Susanti⁷², secara umum ada beberapa motivasi perusahaan dalam memegang kas, yaitu:

1) Motif transaksi (*transaction motive*)

Perusahaan menahan kas untuk memenuhi kebutuhan transaksi yang dilakukan perusahaan sehubungan dengan kegiatan operasional perusahaan, seperti: membayar upah atau gaji karyawan, membeli bahan

⁷² Sunyoto, Danang dan Fathonah Eka Susanti. 2015. *Manajemen Keuangan Untuk Perusahaan*. Yogyakarta: Center of Academic Publishing Service.

baku, membayar bunga, dividen, pajak, dan sebagainya. Pengeluaran dan penerimaan kas perusahaan tidak selalu sejalan sehingga dibutuhkan sejumlah kas untuk keperluan pengamanan agar tidak mengganggu kelancaran operasional perusahaan.

2) Motif spekulasi (*speculation motive*)

Kas diperlukan untuk spekulasi agar perusahaan dapat memanfaatkan peluang bisnis yang menguntungkan bagi perusahaan seperti: perubahan nilai tukar mata uang, suku bunga yang menarik dan sebagainya. Kemampuan untuk meminjam dan surat-surat berharga dapat dipergunakan memenuhi kebutuhan kas untuk motif spekulasi.

3) Motif berjaga-jaga (*precautionary motive*) digunakan untuk memenuhi

kebutuhan yang mungkin ada tapi masih belum tentu. Prediktabilitas perusahaan juga berpengaruh besar terhadap kebutuhan kas melalui motif berjaga-jaga. Perusahaan mengadakan kas dengan maksud untuk mengamankan kegiatan perusahaan terhadap kondisi yang bersifat tidak pasti, seperti terjadinya bencana alam dan sebagainya. Karena nilai surat-surat berharga pasar uang seperti SBI, relatif stabil, maka perusahaan tidak perlu mengadakan sejumlah kas yang cukup besar untuk maksud berjaga-jaga, tetapi cukup menginvestasikan dalam bentuk surat berharga pasar uang yang sangat likuid.

4) Motif saldo kompensasi (*compensating balances motive*) Motif saldo

kompensasi merupakan salah satu alasan perusahaan untuk mengadakan kas. Perusahaan memiliki saldo kas tertentu di bank dalam bentuk

rekening giro, sebagai kompensasi atas jasa pelayanan yang diberikan bank kepada perusahaan.

B. Penelitian Terdahulu

Dalam penelitian ini peneliti menggunakan beberapa *review* dari penelitian terdahulu. Adapun referensi yang peneliti gunakan yaitu:

1. Basheer⁷³ melakukan penelitian terkait pengaruh *corporate governance* terhadap *cash holding*. Penelitian ini menggunakan metode data panel dengan jumlah sampel 138 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Karachi Bursa Efek Pakistan periode 2008-2012. Indikator *corporate governance* yang digunakan dalam penelitian ini adalah komisaris independen. Hasil penelitian ini adalah komisaris independen memiliki arah positif dan tidak signifikan terhadap *cash holding* perusahaan. Hubungan positif ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan jumlah komisaris independen yang besar atau banyak akan menahan kas dalam jumlah besar.
2. Penelitian yang dilakukan oleh Gill dan Shah⁷⁴ meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *cash holding* perusahaan di Kanada. Penelitian ini menggunakan 166 sampel perusahaan yang terdaftar di Toronto Bursa Efek Kanada periode 2008-2010. Variabel bebas yang digunakan adalah *market-to-book ratio*, *cash flow*, *net working capital*, *leverage*, *firm size*, *board size*, dan *CEO duality*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *board size* (ukuran dewan direksi) memiliki pengaruh positif dan signifikan

⁷³ Basheer, *op. cit*

⁷⁴ Gill dan Shah, *op. cit*

terhadap *cash holding* perusahaan di Kanada. Hubungan positif ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan direksi yang besar akan memiliki *cash holding* yang besar pula.

3. Jamil *et al*⁷⁵ melakukan penelitian terkait faktor-faktor yang mempengaruhi *cash holding* pada perusahaan non-keuangan di Pakistan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 50 perusahaan yang terdaftar di Karachi Bursa Efek Pakistan periode 2012-2014. Penelitian ini menggunakan metode *OLS Regression model* dan data panel. Variabel bebas yang digunakan adalah *firm size*, *board size*, *net working capital*, *investment*, *debt structure*, *leverage* and *return on asset*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi (*board size*) secara positif signifikan mempengaruhi *cash holding* perusahaan.
4. Sheikh dan Khan⁷⁶ melakukan penelitian terkait *cash holding*. Variabel bebas dalam penelitian ini yaitu *CEO duality*, ukuran dewan direksi, komisaris independen, dan *insider ownership*. Penelitian ini menggunakan sebanyak 189 perusahaan yang terdaftar di Karachi Bursa Efek Pakistan selama periode 2008-2012 dengan metode data panel dan *Pooled Ordinary Least Squares Method*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *cash holding* sedangkan komisaris independen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cash holding* perusahaan. Hubungan yang positif antara ukuran dewan direksi dengan *cash holding* menunjukkan bahwa perusahaan

⁷⁵ Jamil *et al*, *op. cit*

⁷⁶ Sheikh dan Khan, *op.cit*

dengan ukuran dewan direksi yang besar akan memiliki banyak akses atau *link* dengan lingkungan eksternal perusahaan yang pada akhirnya meningkatkan *cash holding* perusahaan. Hubungan positif antara komisaris independen dengan *cash holding* menunjukkan bahwa keberadaan komisaris independen dapat mendorong perusahaan untuk menahan sejumlah kas yang cukup untuk kegiatan operasional dan memenuhi klaim kontrak pada saat jatuh tempo.

5. Khan dan Tanveer⁷⁷ meneliti tentang *cash holding* dengan menggunakan variabel *institutional ownership, directors' ownership, concentration of shares, board size, board independence, growth, dividend, firm size, leverage, capital expenditure, net working capital, dan cash flow* sebagai variabel bebas. Sampel yang digunakan sebanyak 80 perusahaan yang terdaftar di Karachi Bursa Efek Pakistan selama periode 2010-2014. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi (*board size*) memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *cash holding* perusahaan. Sedangkan komisaris independen (*board independence*) memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *cash holding* perusahaan.
6. Boubaker *et al.*⁷⁸ melakukan penelitian terkait pengaruh komisaris independen dan ukuran dewan direksi terhadap *cash holding*. Penelitian ini menggunakan sampel dari 597 perusahaan yang terdaftar di Prancis selama

⁷⁷ Khan dan Tanveer, *op. cit*

⁷⁸ Boubaker, Sabri., Imen Derouiche, dan Duc Khuong Nguyen. 2013. "Does The Board of Directors Affect Cash Holdings? A Study of French Listed Firms". *J Manag Gov, Springer Science+Business Media New York*, DOI 10.1007/s10997-013-9261-x.

tahun 2001-2007. Hasil penelitian menunjukkan bahwa komisaris independen berpengaruh negatif signifikan, sedangkan ukuran dewan direksi berpengaruh positif tidak signifikan.

7. Pinho *et al*⁷⁹ melakukan penelitian terkait *cash holding*. Variabel bebas yang digunakan adalah *disclosure, board composition and function, ownership structure and control and shareholder rights*. Sampel yang digunakan sebanyak 248 perusahaan yang terdaftar di Bovespa selama tahun 1998, 2000, 2002, 2004-2006. Penelitian ini menggunakan metode *Ordinary Least Squares regressions*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran *board composition* (ukuran dewan direksi) memiliki pengaruh positif terhadap *cash holding* pada perusahaan ekonomi baru dan negatif untuk perusahaan ekonomi lama.
8. Yuliana dan I Ketut⁸⁰ melakukan penelitian mengenai *corporate governance structure* terhadap *cash holding*. Populasi pada penelitian ini menggunakan data sekunder pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2008-2014. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan sampel yang diperoleh sebanyak 34 perusahaan. Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan model analisis regresi berganda. Terdapat 5 variabel independen yang diuji yakni *market to book value of total assets (MBVA)*, *cash conversion cycle*, ukuran dewan komisaris, komisaris independen dan

⁷⁹ Pinho, Rafaela. M, Laiz, T.P, dan Bruno Funchal. 2010. "Effects of Corporate Governance Attributes on Cash Holdings For New and Old Economy Firms: The Brazilian Case". XXXIV *Encontro da ANPAD*.

⁸⁰ Yuliana dan I Ketut, *op. cit*

kepemilikan institusional dengan variabel dependen adalah *cash holdings*. Hasil analisis data menunjukkan bahwa komisaris independen tidak berpengaruh terhadap *cash holdings*. Hal ini dapat dikarenakan komisaris independen sebagai badan pengawas yang berasal dari luar organisasi perusahaan diharuskan untuk tidak memiliki hubungan secara mendalam terhadap badan internal perusahaan yang mengakibatkan komisaris independen tidak memiliki informasi internal perusahaan secara keseluruhan, serta mengakibatkan komisaris independen tidak dapat berurusan langsung dengan kegiatan internal perusahaan seperti kebijakan *cash holdings* perusahaan.

9. Hanani dan Fariha melakukan penelitian mengenai *corporate governance* terhadap *cash holding*. Sampel yang digunakan sebanyak 512 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Malaysia selama tahun 2009. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran dewan direksi, komisaris independence, dan CEO *duality*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa komisaris independen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cash holding* perusahaan, sedangkan ukuran dewan direksi memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *cash holding* perusahaan.
10. Lee dan Lee⁸¹ dalam penelitiannya menggunakan sampel akhir sebanyak 1.061 perusahaan untuk pengamatan 4206 perusahaan selama periode 2001 sampai 2005 di lima negara Asia (Malaysia, Filipina, Indonesia, Singapura dan Thailand). Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah

⁸¹ Lee dan Lee, *op. cit*

ukuran dewan direksi, komisaris independen, dan CEO *duality*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi dan komisaris independen memiliki pengaruh terhadap *cash holding*.

Tabel II.1
Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Sampel dan Periode	Metode	Hasil
1	Basheer (2014)	138 perusahaan, Karachi Bursa Efek Pakistan (2008-2012)	Data panel	Komisaris independen memiliki pengaruh positif terhadap <i>cash holding</i> perusahaan.
2	Gill dan Shah (2012)	166 perusahaan, Toronto Bursa Efek Kanada (2008-2010)	Data panel	Ukuran dewan direksi memiliki pengaruh signifikan positif terhadap <i>cash holding</i> perusahaan.
3	Jamil <i>et al</i> (2016)	50 perusahaan, Karachi Bursa Efek Pakistan (2012-2014)	<i>OLS Regression Model</i> dan Data panel.	Ukuran dewan direksi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap <i>cash holding</i> perusahaan.
4	Sheikh dan Khan (2015)	189 perusahaan, Karachi Bursa Efek Pakistan (2008-2012)	Data panel dan <i>Pooled Ordinary Least Squares Method</i>	Komisaris independen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap <i>cash holding</i> perusahaan. Ukuran dewan direksi memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap <i>cash holding</i> perusahaan.
5	Khan dan Tanveer (2016)	80 perusahaan, Karachi Bursa Efek Pakistan (2010-2014)	Data panel	Ukuran dewan direksi memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>cash holding</i> perusahaan. Komisaris independen memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap <i>cash holding</i> perusahaan.
6	Boubaker <i>et al.</i> (2013)	597 perusahaan yang terdaftar di Prancis selama tahun 2001-2007	Data Panel	Ukuran dewan direksi memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap <i>cash holding</i> perusahaan. Komisaris independen memiliki pengaruh yang signifikan namun negatif terhadap <i>cash holding</i> perusahaan.
7	Pinho <i>et al</i> (2010)	248 perusahaan, Sao Paulo Bursa Efek Brazil (1998,2000,2002,2004-2006)	<i>Ordinary Least Squares regressions</i>	Ukuran <i>board composition</i> (ukuran dewan direksi) memiliki pengaruh positif terhadap <i>cash holding</i> pada perusahaan ekonomi baru dan negatif untuk perusahaan

				ekonomi lama.
8	Yuliana dan I Ketut (2016)	34 perusahaan, Bursa efek Indonesia (2008-2014)	Analisis regresi berganda	komisaris independen tidak berpengaruh terhadap <i>cash holdings</i> perusahaan.
9	Hanani dan Fariha (2013)	512 perusahaan, Bursa Efek Malaysia (2009)	Data panel	Komisaris independen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap <i>cash holding</i> perusahaan. Ukuran dewan direksi memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>cash holding</i> perusahaan.
10	Lee dan Lee (2010)	1,061 perusahaan, <i>Global Report database and company websites</i> (2001-2005)	Data Panel	Ukuran dewan direksi dan Komisaris independen memiliki pengaruh terhadap <i>cash holding</i> perusahaan.

Sumber: Data diolah oleh peneliti

C. Kerangka Pemikiran

1. Pengaruh Ukuran Dewan Direksi Terhadap *Cash Holding*

Dewan direksi memiliki peranan penting dalam perusahaan. Berdasarkan UU No. 40 Tahun 2007⁸² tentang Perseroan Terbatas Pasal 1 direksi adalah organ perseroan yang berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan perseroan untuk kepentingan perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan perseroan serta mewakili perseroan, baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan ketentuan anggaran dasar. Dalam melakukan tugasnya, diperlukan komposisi atau ukuran dari direksi yang tepat agar efisien. Ukuran dewan direksi merupakan jumlah direksi suatu perusahaan yang dipilih dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Merujuk pada peraturan UU No. 40 Tahun 2007⁸³ Tentang Perseroan Terbatas (PT), jumlah minimal Dewan Direksi di dalam suatu perusahaan adalah sebanyak 2 orang.

⁸² UU No. 40 Tahun 2007, *op. cit*

⁸³ UU No. 40 Tahun 2007, *loc. cit*

Gill dan Shah⁸⁴ menyatakan bahwa jumlah dewan direksi memainkan peran penting dalam organisasi dan dapat menyebabkan saldo kas yang lebih tinggi. Sheikh dan Khan⁸⁵, Jamil *et al*⁸⁶ perusahaan dengan ukuran dewan direksi yang besar akan memiliki banyak akses atau *link* dengan eksternal perusahaan yang berdampak pada meningkatnya kas perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut, diasumsikan bahwa ukuran dewan direksi memiliki pengaruh terhadap *cash holding* perusahaan. Diperkuat dengan penelitian yang dilakukan oleh Kusnadi⁸⁷ yang menyatakan bahwa ukuran dewan direksi memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap *cash holding*. Penelitian yang dilakukan oleh Gill dan Shah⁸⁸ menunjukkan bahwa *board size* (ukuran dewan direksi) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan di Kanada. Jamil, *et al*⁸⁹ menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi positif dan signifikan mempengaruhi *cash holding*. Hubungan positif ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan direksi yang besar akan memiliki *cash holding* yang besar pula.

2. Pengaruh Komisaris Independen Terhadap *Cash Holding*

Komisaris independen merupakan komisaris yang berasal dari luar perusahaan. Komisaris independen diharuskan untuk tidak memiliki hubungan dengan direksi maupun para pemegang saham (Yuliana dan Ketut)⁹⁰. Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan

⁸⁴ Gill dan Shah, *op. cit*

⁸⁵ Sheikh dan Khan, *op. cit*

⁸⁶ Jamil *et al*, *op. cit*

⁸⁷ Kusnadi, *op. cit*

⁸⁸ Gill dan Shah, *op. cit*

⁸⁹ Jamil *et al*, *loc. cit*

⁹⁰ Yuliana dan Ketut, *op. cit*

manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan (Susanti dan Riharjo)⁹¹. Menurut Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG)⁹² komisaris independen memiliki tanggung jawab yang sama dengan komisaris yaitu mengawasi kebijakan dan kegiatan yang dilakukan oleh direksi serta memberikan nasehat kepada direksi jika diperlukan. Anggota komisaris harus merupakan orang yang berkarakter baik dan mempunyai kemampuan teknis yang relevan. Setiap anggota komisaris harus menjalankan kewajibannya untuk kepentingan perusahaan dan pemegang saham.

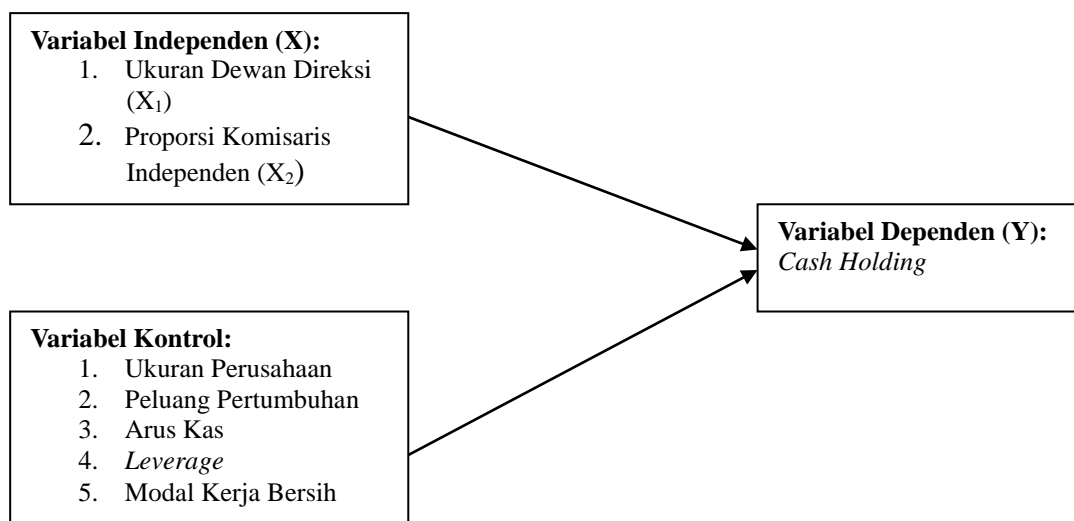
Keberadaan komisaris independen di dalam suatu perusahaan dapat mendorong perusahaan untuk menahan sejumlah kas yang dapat digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan dan memenuhi klaim kontrak pada saat jatuh tempo (Sheikh dan Khan)⁹³. Lee dan Lee⁹⁴ menyatakan komisaris independen dapat mengurangi dominasi dari manajerial yang dapat menimbun *cash holdings* untuk memenuhi kepentingannya sendiri.

⁹¹ Susanti dan Riharjo, *op. cit*

⁹² Komite Nasional Kebijakan Governance. 2013. Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia. Jakarta.

⁹³ Sheikh dan Khan, *op. cit*

⁹⁴ Lee dan Lee, *op. cit*



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

Sumber: Data diolah oleh penulis

Berdasarkan uraian di atas, dapat diasumsikan adanya hubungan antara komisaris independen terhadap *cash holding*. Diperkuat dengan penelitian yang dilakukan oleh Sheikh dan Khan⁹⁵ menemukan bahwa adanya hubungan positif signifikan antara komisaris independen terhadap *cash holding*. Lee dan Lee⁹⁶ dan Hanani menunjukkan bahwa komisaris independen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cash holding* perusahaan.

D. Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara atas rumusan masalah didalam penelitian. Berdasarkan pada landasan teori dan penelitian terdahulu yang relevan, maka hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 : Ukuran dewan direksi berpengaruh positif terhadap *cash holding*

H2 : Komisaris Independen berpengaruh positif terhadap *cash holding*

⁹⁵ Sheikh dan Khan, *loc. cit*

⁹⁶ Lee dan Lee, *op. cit*

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

A. Objek dan Ruang Lingkup Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Adapun faktor-faktor yang diteliti adalah ukuran dewan direksi, proporsi dewan komisaris independen, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, *leverage*, arus kas, dan modal kerja bersih terkait pengaruhnya terhadap *cash holding*. Data-data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh peneliti dari laporan keuangan dan laporan tahunan (*annual report*) perusahaan yang tersedia di *website* masing-masing perusahaan dan di www.idx.co.id.

B. Metodologi Penelitian

Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan metode penelitian asosiatif yang bertujuan untuk mengetahui dan menjelaskan hubungan sebab akibat (kausalitas) antara satu variabel terhadap variabel lainnya (variabel X terhadap variabel Y). Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis kuantitatif (statistik) karena data yang digunakan berupa angka. Adapun regresi yang peneliti gunakan adalah regresi data panel karena observasi yang digunakan terdiri dari beberapa perusahaan (*cross section*) dan dalam kurun waktu beberapa tahun (*time series*). Data yang diperoleh akan diolah, kemudian akan dianalisis secara kuantitatif dan diproses lebih lanjut menggunakan program *E-views8* serta teori-teori dasar yang dijelaskan sebelumnya untuk memberikan gambaran mengenai objek yang diteliti dan

kemudian akan memberikan kesimpulan dari hasil yang diperoleh.

C. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat tiga jenis variabel yang digunakan, yaitu variabel terikat (*dependent variable*), variabel bebas (*independent variable*), dan variabel kontrol (*control variable*). Adapun penjelasan dari variabel-variabel tersebut adalah sebagai berikut:

1. Variabel Terikat (*Dependent Variable*)

Variabel terikat (*dependent variable*) merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas (*independent variable*). Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah *cash holding* yang dinotasikan dengan CHD. *Cash holding* dalam penelitian ini diukur dengan membagi kas dan setara kas dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Ferreira dan Vilela⁹⁷, Gill dan Shah⁹⁸, Jinkar (2013)⁹⁹, dan Marfuah dan Zuhilmi¹⁰⁰ *cash holding* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$CHD = \frac{\text{Kas} + \text{Setara Kas}}{\text{Total Aset}}$$

2. Variabel Bebas (*Independent Variable*)

Variabel bebas (*independent variable*) merupakan variabel yang mempengaruhi atau menjadi penyebab munculnya variabel terikat (*Dependent Variable*).

Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah *corporate governance* yang diproksikan sebagai berikut:

⁹⁷ Ferreira dan Vilela, *op. cit*

⁹⁸ Gill dan Shah, *op. cit*

⁹⁹ Jinkar, *op. cit*

¹⁰⁰ Marfuah dan Zuhilmi, *op. cit*

a. Ukuran Dewan Direksi

Ukuran dewan direksi sebagai X_1 merupakan jumlah keseluruhan dewan direksi yang ada pada perusahaan dan dipilih dalam RUPS dengan tujuan mewakili para pemegang saham dalam mengelola perusahaan karena dewan direksi memiliki peran yang penting dalam pengelolaan perusahaan. Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Jamil, *et al* ukuran dewan direksi dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Dewan Direksi} = \sum \text{Dewan Direksi}$$

b. Proporsi Komisaris Independen

Proporsi komisaris independen dalam dewan komisaris yang ada di dalam perusahaan. Komisaris independen sebagai X_2 merupakan komisaris yang berasal dari luar perusahaan. Komisaris independen diharuskan untuk tidak memiliki hubungan dengan direksi maupun para pemegang saham (Yuliana dan Ketut)¹⁰¹. Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Hanani dan Fariha¹⁰² proporsi komisaris independen (BINDEP) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Komisaris Independen} = \sum \text{Komisaris Independen}$$

3. Variabel Kontrol (*Control Variable*)

Variabel kontrol (*control variable*) merupakan variabel yang dapat membatasi atau mengurangi pengaruh faktor-faktor luar yang tidak diteliti sehingga hubungan antara variabel bebas dan terikat tetap konstan. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini yaitu, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, arus kas, *leverage*, dan modal kerja

¹⁰¹ Yuliana dan Ketut, *op. cit*

¹⁰² Hanani dan Fariha, *op. cit*

bersih.

a. Ukuran Perusahaan

Ukuran Perusahaan merupakan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat antara lain dari total penjualan, rata-rata tingkat penjualan, dan total aktiva. Ukuran dari perusahaan akan berpengaruh terhadap besar kecilnya aliran kas operasional perusahaan. Perusahaan yang besar otomatis akan memiliki aliran kas operasional yang tinggi pula. Jadi semakin besar perusahaan, maka akan semakin meningkatkan *cash holding* perusahaan (Rahmawati)¹⁰³. Ukuran perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Ln}(\text{Total Aset})$$

b. Peluang Pertumbuhan

Peluang pertumbuhan merupakan salah satu faktor yang paling umum digunakan perusahaan dalam menentukan tingkat *cash holdings*. Peluang pertumbuhan yang tinggi juga akan mendorong perusahaan untuk membuat kebijakan dengan lebih memilih memegang kas yang tinggi guna membiayai kesempatan investasinya (Marfuah dan Zulhilmi)¹⁰⁴. Peluang pertumbuhan menggambarkan pertumbuhan aktiva perusahaan dari tahun ke tahun dengan menghitung presentase perubahan total aktiva perusahaan dari tahun ke tahun.

Peluang pertumbuhan dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Growth} = \frac{\text{Total Aset}_t - \text{Total Aset}_{t-1}}{\text{Total Aset}_{t-1}}$$

¹⁰³ Rahmawati, *op. cit*

¹⁰⁴ Marfuah dan Zulhilmi, *op. cit*

c. Arus Kas

Arus kas atau *cash flow* merupakan jumlah kas keluar dan kas masuk pada perusahaan yang membagi antara laba setelah pajak dan penyusutan dengan total aset setelah dikurang dengan kas dan setara kas. Perusahaan dengan arus kas yang tinggi diperkirakan memegang kas dalam jumlah yang besar (Ogundipe et al., 2012)¹⁰⁵. Perusahaan yang memiliki tingkat *cash flow* yang tinggi akan memiliki kas dalam jumlah besar. Hal tersebut dikarenakan perusahaan lebih memilih pendanaan internal dibanding eksternal (Ozkan dan Ozkan, 2004)¹⁰⁶. Mengacu pada penelitian Ozkan dan Ozkan (2004)¹⁰⁷, Afza dan Adnan (2007), Gill dan Shah (2012)¹⁰⁸, dan Abdillah (2013) maka arus kas dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Arus Kas} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak} + \text{Penyusutan}}{\text{Total Aset} - \text{Kas dan Setara Kas}}$$

d. Leverage

Leverage adalah rasio yang membandingkan antara total hutang dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Mengacu pada penelitian Saddour, Islam¹⁰⁹, Marfuah dan Zuhilmi¹¹⁰.

Maka *leverage* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

¹⁰⁵ Ogundipe et al, *op. cit*

¹⁰⁶ Ozkan dan Ozkan, *op. cit*

¹⁰⁷ Ozkan dan Ozkan, *loc. cit*

¹⁰⁸ Gill dan Shah, *op. cit*

¹⁰⁹ Islam, *op. cit*

¹¹⁰ Marfuah dan Zuhilmi, *op. cit*

e. Modal Kerja Bersih

Modal kerja bersih merupakan berperan sebagai substitusi terhadap *cash holding* perusahaan. Hal tersebut dikarenakan modal kerja bersih dapat dengan mudah diubah ke dalam bentuk kas saat perusahaan membutuhkannya. Modal kerja bersih dapat diukur dengan membagi pengurangan aktiva lancar dan hutang lancar dengan total aset. Apabila modal kerja bersih negatif atau yang biasa disebut defisit modal kerja, maka perusahaan dianggap sedang mengalami kesulitan likuiditas. Pada umumnya perusahaan dengan modal kerja bersih yang negatif akan membuat cadangan kas. Sebaliknya jika modal kerja bersih perusahaan besar otomatis perusahaan akan mengurangi cadangan kas. Mengacu pada Afza dan Adnan¹¹¹, Megginson dan Wei, Alam *et al*, William dan Fauzi¹¹² dan Marfuah dan Zulhilmi¹¹³ maka modal kerja bersih dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Modal Kerja Bersih} = \frac{\text{Aktiva Lancar} - \text{Hutang Lancar}}{\text{Total Aset}}$$

¹¹¹ Afza, T., Adnan, S. M. 2007. "Determinants of Corporate Cash Holdings: A Case Study of Pakistan". Proceedings of Singapore Economic Review Conference (SERC). Singapore Economics Review and The University of Manchester (Brooks World Poverty Institute).

¹¹² William, dan Fauzi, S. 2013. "Analisis Pengaruh Growth Opportunity, Net Working Capital dan Cash Conversion Cycle Terhadap Cash Holding Perusahaan Sektor Pertambangan". *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, Vol. 1 No. 2.

¹¹³ Marfuah dan Zulhilmi, *op.cit*

Tabel III.1
Operasionalisasi Variabel

Variabel	Konsep	Indikator
<i>Cash Holding (CHD)</i>	Rasio yang membandingkan antara jumlah kas dan setara kas dengan total aset perusahaan	$CHD = \frac{\text{Kas} + \text{Setara Kas}}{\text{Total Aset}}$
Dewan Direksi	Jumlah keseluruhan dewan direksi yang ada pada perusahaan	$\text{Dewan Direksi} = \sum \text{Dewan Direksi}$
Proporsi Dewan Komisaris Independen	Proporsi dewan komisaris independen dalam dewan komisaris yang ada di perusahaan	$\text{Komisaris Independen} = \sum \text{Komisaris Independen}$
Ukuran Perusahaan	Ukuran besar atau kecilnya perusahaan berdasarkan logaritma natural total aset yang dimiliki perusahaan	$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Ln} (\text{Total Aset})$
Peluang Pertumbuhan	Menggambarkan pertumbuhan aktiva perusahaan dari tahun ke tahun dengan menghitung presentase perubahan total aktiva perusahaan dari tahun ke tahun	$\text{Growth} = \frac{\text{Total Aset}_t - \text{Total Aset}_{t-1}}{\text{Total Aset}_{t-1}}$
Arus Kas	Jumlah kas keluar dan masuk pada perusahaan yang membagi antara laba setelah pajak dan penyusutan dengan total aset setelah dikurangi dengan kas dan setara kas	$\text{Arus Kas} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak} + \text{Penyusutan}}{\text{Total Aset} - \text{Kas dan Setara Kas}}$
<i>Leverage</i>	Rasio yang membandingkan antara total hutang dengan total aktiva yang dimiliki	$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$

	perusahaan	
Modal Kerja Bersih	Membagi pengurangan aktiva lancar dan hutang lancar dengan total aset	$\text{Modal Kerja Bersih} = \frac{\text{Aktiva Lancar} - \text{Hutang Lancar}}{\text{Total Aset}}$

Sumber: Data diolah oleh peneliti

D. Metode Pengumpulan Data

1. Pengumpulan Data Sekunder

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan dipublikasikan melalui situs www.idx.co.id. Jangka waktu penelitian ini selama 5 tahun, yaitu dari tahun 2011-2015. Dari laporan tersebut kemudian peneliti akan mengolah dan melihat kembali data-data yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

2. Penelitian Kepustakaan

Penelitian kepustakaan bertujuan untuk mendapatkan landasan teori dan informasi lain yang dapat dijadikan acuan atau tolak ukur serta menunjang penelitian ini. Penelitian kepustakaan diperoleh dengan cara mengumpulkan, membaca, mencatat, dan mengkaji literatur-literatur seperti buku, jurnal, artikel, serta sumber-sumber lain yang relevan atau sesuai dengan topik penelitian ini yaitu, *corporate governance* terhadap *cash holding*.

E. Metode Penentuan Populasi dan Sampel

1. Populasi

Populasi merupakan sekumpulan objek yang memiliki ciri dan karakteristik yang sesuai dengan yang telah ditetapkan oleh peneliti dan

kemudian dijadikan bahan penelitian. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2015.

2. Sampel

Sampel merupakan sejumlah anggota dari populasi yang sesuai dengan kriteria yang digunakan peneliti. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dalam menentukan sampel. Metode *purposive sampling* adalah metode penentuan sampel dimana sampel yang terpilih sesuai dengan kriteria yang ditetapkan peneliti dan dipilih dengan pertimbangan tertentu sesuai dengan tujuan penelitian sehingga mendapatkan sampel yang representatif. Adapun kriteria yang digunakan peneliti adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan yang digunakan sebagai sampel merupakan perusahaan manufaktur yang sudah *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 5 tahun berturut-turut pada periode 2011-2015.
- b. Perusahaan manufaktur yang mengeluarkan laporan keuangan dengan satuan mata uang rupiah.
- c. Perusahaan tersebut menampilkan data-data dan informasi yang dibutuhkan peneliti mengenai variabel-variabel dalam penelitian ini secara lengkap.

Tabel III.2
Proses Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah Perusahaan
Perusahaan manufaktur yang sudah <i>go public</i> dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama lima tahun berturut-turut pada periode 2011-2015	118
Perusahaan manufaktur yang tidak melaporkan <i>annual report</i> selama lima tahun berturut-turut pada periode 2011-2015	(28)
Perusahaan manufaktur yang mengeluarkan laporan keuangan selain dalam satuan mata uang rupiah	(23)
Total Sampel yang Digunakan	67
Jumlah Observasi (67 Perusahaan ×5 Tahun)	335

Sumber: Data diolah oleh peneliti

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, terdapat 67 perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria tersebut. 67 perusahaan tersebut akan digunakan sebagai sampel penelitian dengan jumlah observasi sebanyak 335 data. Daftar sampel perusahaan terlampir.

F. Metode Analisis

1. Statistik Deskriptif

Menurut Ghozali¹¹⁴ menyatakan bahwa statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, nilai maksimum, nilai minimum, *sum*, *range*, kurtosis, dan *skewness* (kemencengan distribusi). Menurut Sujarweni, statistik deskriptif merupakan statistik yang bertujuan untuk

¹¹⁴ Ghozali, Imam. 2016. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

mendeskripsikan atau memberikan gambaran terhadap objek yang diteliti melalui data sampel atau populasi sesuai dengan bagaimana adanya, tanpa melakukan analisis dan membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum. Statistik deskriptif mendeskripsikan suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), nilai minimum (*minimum*) dan nilai maksimum (*maximum*) serta standar deviasi (*standar deviation*).

2. Uji Multikolinearitas

Menurut Ghozali¹¹⁵, uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi atau hubungan antar variabel *independent* (bebas). Jika tidak terjadi korelasi atau hubungan di antara variabel bebas maka dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut baik. Sebaliknya, jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel independen sama dengan nol. Uji multikolinearitas pada penelitian ini dapat ditentukan apakah terjadi multikolinearitas atau tidak dengan cara melihat koefisien korelasi antar variabel yang lebih besar dari 0.9 (Gujarati dan Porter dan Porter)¹¹⁶. Jika antar variabel terdapat koefisien lebih dari 0.9 atau mendekati 1, maka dua atau lebih variabel bebas terjadi multikolinearitas.

3. Analisis Model Regresi Data Panel

Analisis regresi berkaitan dengan studi mengenai ketergantungan satu variabel, yaitu *variable dependen*, terhadap satu atau lebih variabel lainnya yaitu variabel *independen/penjelas* dengan tujuan untuk mengestimasi

¹¹⁵ Ghozali, *op. cit*

¹¹⁶ Gujarati, Damodar N., dan Dawn C. Porter. 2013. *Dasar-Dasar Ekonometrika Edisi 5 – Buku 2*. Jakarta: Salemba Empat.

dan/atau memperkirakan nilai rata-rata (populasi) variabel dependen dari nilai yang diketahui atau nilai yang tetap dari variabel penjelas (Gujarati dan Porter dan Porter)¹¹⁷.

Dalam menganalisis pengaruh variabel bebas (independen) terhadap variabel terikat (dependen), data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data panel. Menurut Yamin, data panel merupakan gabungan data antara data *cross section* dengan data *time series*. Data *cross section* terdiri atas beberapa objek. Data *time series* biasanya data yang berupa suatu karakteristik tertentu, misalnya dalam beberapa periode, baik harian, mingguan, bulanan, kuartalan, maupun tahunan. Data panel merupakan gabungan diantara keduanya.

Model persamaan regresi pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$CHD_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 INDP_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 CF_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 NWC_{it} + e_{it}$$

Keterangan:

CHD = *Cash Holding*

BS = Ukuran Dewan Direksi

INDP = Proporsi Dewan Komisaris Independen

SIZE = Ukuran Perusahaan

GROWTH = Peluang Pertumbuhan

CF = Arus Kas

LEV = *Leverage*

¹¹⁷ Gujarati, Damodar N, *op. cit*

NWC = Modal Kerja Bersih

Analisis regresi data panel dapat dilakukan dengan beberapa langkah, yaitu:

a. Ordinary Least Square (OLS)

Estimasi data panel dengan hanya mengkombinasikan data *time series* dan *cross section* dengan menggunakan metode *OLS* sehingga dikenal dengan estimasi *common effect*. Pendekatan ini tidak memperhatikan dimensi individu atau waktu.

b. Fixed Effect

Estimasi data panel dengan menggunakan metode *fixed effect*, dimana metode ini mengasumsikan bahwa individu atau perusahaan memiliki *intercept* yang berbeda, tetapi memiliki *slope* regresi yang sama. Suatu individu atau perusahaan memiliki *intercept* yang sama besar untuk setiap perbedaan waktu demikian juga dengan koefisien regresinya yang tetap dari waktu ke waktu (*time invariant*). Untuk membedakan antara individu dan perusahaan lainnya digunakan variabel *dummy* (variabel contoh/semu) sehingga metode ini sering juga disebut *Least Square Dummy Variables (LSDV)*.

c. Random Effect

Estimasi data panel dengan menggunakan metode *random effect*. Metode ini tidak menggunakan variabel *dummy* seperti halnya metode *fixed effect*, tetapi menggunakan residual yang diduga memiliki hubungan antarwaktu dan antarindividu/antarperusahaan.

Model *random effect* mengasumsikan bahwa setiap variabel mempunyai perbedaan *intercept*, tetapi *intercept* tersebut bersifat *random* atau stokastik (Yamin).

5. Pendekatan Model Estimasi

a. Uji Chow

Uji Chow bertujuan untuk memilih apakah model yang digunakan adalah *common effect* atau *fixed effect*. Pertimbangan pemilihan pendekatan yang digunakan dengan menggunakan pengujian F statistik. Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

H_0 : Model *Common effect*

H_1 : Model *Fixed effect*

Hipotesis nol diterima jika $F_{test} > F_{tabel}$, sehingga pendekatan yang digunakan adalah *common effect*, sebaliknya hipotesis nol ditolak jika $F_{test} < F_{tabel}$. Dalam penelitian ini peneliti menggunakan signifikansi 5% ($\alpha = 0.05$). Jika Pengambilan keputusan dari *uji chow* ini adalah jika nilai $p\text{-value} \leq 0.05$ maka H_0 ditolak yang berarti model yang tepat untuk regresi data panel adalah *fixed effect*, sedangkan apabila nilai $p\text{-value} > 0.05$ maka H_0 diterima yang berarti model yang tepat untuk regresi data panel adalah *common effect*.

b. Uji Hausman

Bila H_0 ditolak, lanjutkan dengan meregresikan data panel dengan metode *random effect*. Bandingkan apakah model regresi data panel

menggunakan (dianalisis) dengan metode *fixed effect* atau metode *random effect* menggunakan uji *hausman*. Hipotesis yang digunakan adalah:

H_0 : Model *random effect*

H_1 : Model *fixed effect*

Statistik pengujian metode *hausman* ini menggunakan nilai *Chi Square Statistics*. Jika hasil uji tes *hausman* menunjukkan nilai probabilitas kurang dari 0,05 maka metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *fixed effect*. Sedangkan apabila nilai probabilitas lebih dari 0,05 maka pendekatan yang digunakan adalah metode *random effect*.

6. Uji Hipotesis (Uji t)

Uji hipotesis dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah variabel bebas (independen) secara parsial ataupun simultan dapat mempengaruhi variabel terikatnya (dependen). Dalam penelitian ini pengaruh antara variabel yang ingin diketahui adalah variabel ukuran dewan direksi, proporsi komisaris independen, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, arus kas, *leverage*, dan modal kerja bersih terhadap *cash holding* secara parsial menggunakan uji t. Menurut Ghozali (2016)¹¹⁸ uji statistik t pada dasarnya menunjukkan tingkat pengaruh satu variabel bebas secara individual dalam menjelaskan variabel terikat. Pengujian dilakukan dengan menggunakan level signifikansi sebesar 0,05 ($\alpha=5\%$).

¹¹⁸ Ghozali, *op. cit*

Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan kriteria sebagai berikut:

1. Jika nilai signifikan $\leq 0,05$ maka hipotesis diterima (koefisien regresi signifikan). Ini berarti secara parsial variabel independen tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.
2. Jika nilai signifikan $> 0,05$ maka hipotesis ditolak (koefisien regresi tidak signifikan). Ini berarti bahwa secara parsial variabel independen tersebut tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

7. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel dependen. Nilai R^2 yaitu antara nol dan satu. Nilai R^2 yang lebih kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas (Ghozali)¹¹⁹. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Menurut Ghozali¹²⁰ kelemahan mendasar dari penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Bias yang dimaksudkan adalah setiap tambahan satu variabel independen, maka nilai R^2 akan meningkat tanpa melihat apakah variabel tersebut berpengaruh signifikan atau tidak

¹¹⁹ Ghozali, *loc. cit*

¹²⁰ Ghozali, *loc. cit*

terhadap variabel dependen. Ghozali¹²¹ juga mengatakan bahwa disarankan menggunakan nilai *adjusted R²* pada saat mengevaluasi model regresi yang baik, hal ini dikarenakan nilai *adjusted R²* dapat naik dan turun bahkan dalam kenyataannya nilainya dapat menjadi negatif. Apabila terdapat nilai *adjusted R²* bernilai negatif, maka dianggap bernilai nol.

¹²¹ Ghozali, *loc. cit*

BAB IV

PEMBAHASAN

A. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dilakukan dengan tujuan untuk mendeskripsikan atau memberikan gambaran secara umum mengenai objek yang diteliti melalui data sampel atau populasi sesuai dengan keadaan sebenarnya, kemudian diolah dan disajikan dalam bentuk tabel agar lebih mudah dipahami. Analisis deskriptif yang disajikan dalam penelitian ini terdiri dari *mean*, *median*, *minimum*, *maximum*, dan *standar deviation* yang diperoleh dari masing-masing sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2011-2015 sebanyak 67 perusahaan sehingga memperoleh data observasi sebanyak 335 data.

Tabel IV.1
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	CHD	BSIZE (orang)	INDP (orang)	FSIZE (Jutaan)	LEV	NWC	GROWTH	CF
Mean	0,0910	5,1761	1,7910	8,910,210	0,49719	0,215021	0,138889	0,446816
Median	0,0508	4,0000	2,0000	1,337,351	0,44526	0,188769	0,112783	0,379463
Maximum	0,5003	15,0000	5,0000	245,435,000	3,816670	0,813278	0,756759	1,783174
Minimum	0,0009	2,0000	1,0000	87,419	0,03723	-0,720753	-0,477919	-0,065792
Std. Deviation	0,1153	2,5516	0,8981	27,643,913	0,41465	0,253408	0,178249	0,294718
Observations	335	335	335	335	335	335	335	335

Sumber : Data diolah peneliti menggunakan *eviews 9*

Tabel IV.1 menunjukkan statistik deskriptif dari *Cash Holding* (CHD) sebagai variabel terikat, Ukuran Dewan Direksi (BSIZE) dan Ukuran Komisaris Independen (INDP) sebagai variabel bebas. Serta terdapat lima variabel kontrol yaitu Ukuran Perusahaan (FSIZE) yang telah disederhanakan dengan logaritma natural, *Leverage* (LEV), Modal Kerja Bersih (NWC), Peluang Pertumbuhan (GROWTH), dan Arus Kas (CF).

Berdasarkan hasil pada Tabel IV.I nilai rata-rata rasio CHD sebesar 0,0910 dan nilai standar deviasi rasio CHD sebesar 0,1153. Nilai rata-rata rasio CHD yang lebih kecil dari nilai standar deviasi rasio CHD mengindikasikan bahwa rasio CHD mengalami pergerakan yang fluktuatif dan variabilitas yang tinggi selama periode penelitian. Nilai maksimum CHD sebesar 0,5003 diperoleh PT. Delta Djakarta Tbk (DLTA) pada tahun 2013. Tahun 2013 merupakan tahun yang padat dan produktif sekaligus salah satu tahun yang paling sukses bagi perusahaan. Pada tahun 2013 perusahaan memiliki cadangan kas yang hampir dua kali lipat lebih besar dari tahun sebelumnya. Total kas dan setara kas pada tahun 2013 melonjak tajam menjadi Rp434 miliar atau 49% lebih tinggi dari tahun sebelumnya yang hanya Rp291 miliar, hal ini disebabkan upaya keras yang dilakukan perusahaan dalam meningkatkan penagihan sehingga efektif terbukti dapat menurunkan piutang dagang dari Rp149 miliar di tahun sebelumnya menjadi Rp118 miliar di tahun 2013 atau sebesar 21% dan meningkatnya angka penjualan menjadi Rp2 triliun atau naik 16% dari tahun sebelumnya.

Kenaikan yang sangat tajam dari kas dan setara kas serta penjualan menyebabkan meningkatnya persediaan bahan pembungkus dan kemasan memberikan kontribusi besar terhadap meningkatnya total aset sebesar 16,3%. Diperkuat dengan meningkatnya liabilitas jangka pendek sebesar 33% disebabkan peningkatan utang atas pembelian bahan baku produksi dan juga meningkatnya biaya yang harus dibayar untuk aktivitas promosi yang sedang berjalan, biaya pensiun, dan bonus kinerja.

Sedangkan, nilai minimum CHD sebesar 0,0009 diperoleh PT. Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk (KBRI) pada tahun 2013. Saldo kas dan setara kas sebesar Rp688 juta mengalami penurunan yang sangat tajam sebesar 94,09% dibandingkan dengan saldo kas dan setara kas di tahun 2012 sebesar Rp11,63 miliar. Saldo kas dan setara kas perusahaan yang rendah diikuti dengan meningkatnya aset tetap perusahaan dari Rp702,27 miliar di tahun 2012 menjadi Rp706,92 miliar di tahun 2013 atau naik sebesar 0,66%. Hal ini disinyalir bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan uangnya untuk menginvestasikan ke dalam bentuk aset tetap. Nilai aset tetap yang tinggi dapat menjadi jaminan perusahaan dalam berhutang sehingga perusahaan cenderung meningkatkan aset yang dimiliki daripada jumlah kas yang dimiliki. Terbukti perusahaan menginvestasikan uangnya untuk rencana penyelesaian mesin kertas PM-2 di tahun 2014 berdasarkan penilaian target produksi yang cukup realistis dan menggembirakan. Menurunnya saldo kas dan setara kas juga berdampak pada menurunnya kemampuan perusahaan dalam membiayai kegiatan operasionalnya.

Variabel ukuran dewan direksi (BSIZE) memiliki nilai rata-rata sebesar 5,1761 yang menandakan bahwa rata-rata perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2011-2015 memiliki dewan direksi sebanyak 5 orang. Hal tersebut mengindikasikan bahwa sampel perusahaan manufaktur telah melaksanakan UUPT No. 40 Tahun 2007 yang mengatur tentang jumlah dewan direksi di Perseroan Terbatas minimal berjumlah 2 orang. Standar deviasi variabel ukuran dewan direksi memiliki nilai sebesar 2,0000 sangat jauh lebih kecil bila dibandingkan dengan nilai rata-rata sebesar 5,1761 hal ini menandakan bahwa

rendahnya variabilitas ukuran dewan direksi pada sampel perusahaan manufaktur selama periode penelitian. Ukuran dewan direksi terbesar sebanyak 15 orang diperoleh PT. Mandom Indonesia Tbk (TCID) pada tahun 2014 dan 2015. Sedangkan ukuran dewan direksi terkecil sebanyak 2 orang diperoleh PT. Berlina Tbk (BRNA) pada tahun 2011, PT. Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk (KBRI) pada tahun 2011 dan 2015, PT. Tirta Mahakam Resources Tbk (TIRT) pada tahun 2013, PT. Yana Prima Hasta Persada Tbk (YPAS) pada tahun 2015, dan, PT. Pelangi Indah Canindo Tbk (PICO), PT. Star Petrochem Tbk (STAR), PT. Nusantara Inti Corpora Tbk (UNIT) selama tahun 2011-2015.

Variabel ukuran komisaris independen (INDP) memiliki nilai rata-rata sebesar 1,7910. Hal tersebut berarti bahwa jumlah rata-rata komisaris independen pada sampel perusahaan manufaktur sebanyak 2 orang. Nilai standar deviasi ukuran komisaris independen sebesar 0,8981. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dari nilai rata-rata mengindikasikan bahwa rendahnya variabilitas ukuran komisaris independen pada sampel perusahaan manufaktur selama periode penelitian. Ukuran komisaris independen terbesar sebanyak 5 orang diperoleh PT. Astra International Tbk pada tahun 2011. Sedangkan ukuran komisaris independen terkecil sebanyak 1 orang diperoleh 35 dari sampel perusahaan manufaktur selama periode penelitian.

Variabel ukuran perusahaan (FSIZE) memiliki nilai rata-rata sebesar Rp8.910.120 juta dan nilai standar deviasi sebesar Rp27.643.913 juta. Hal tersebut mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan manufaktur selama periode penelitian memiliki variabilitas yang tinggi karena nilai standar deviasi berada

jauh lebih tinggi dibandingkan dengan nilai rata-rata. Nilai maksimum sebesar Rp245.435.000 juta diperoleh PT. Astra Internasional Tbk (ASII). Pada tahun 2015 total aset naik 4% dari tahun sebelumnya sebesar Rp236.027.000 juta. PT. Astra Internasional Tbk (ASII) merupakan salah satu perusahaan terbesar di Indonesia. Total aset perusahaan pada tahun 2015 berhasil menembus rekor sebagai total aset tertinggi sepanjang sejarah, peningkatan ini terjadi disebabkan pada tahun 2015 merupakan tahun pertama Astra *Life* beroperasi secara penuh sejak pertama kali hadir secara resmi pada tahun 2014. Sedangkan nilai minimum sebesar Rp87.420 juta diperoleh PT. Kedaung Indah Can Tbk (KICI) pada tahun 2011. Sebenarnya secara garis besar total aset perusahaan meningkat dari tahun sebelumnya, namun disebabkan pangsa pasar yang kurang luas dan produksi yang kurang tinggi mengakibatkan total aset PT. Kedaung Indah Can Tbk (KICI) terlihat lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan manufaktur lainnya.

Variabel *Leverage* (LEV) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,4972. Nilai rata-rata ini mengindikasikan bahwa *total leverage* pada sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode penelitian sebesar 50% dari keseluruhan aset yang dimiliki perusahaan. Dapat dikatakan bahwa aset perusahaan dibiayai oleh hutang seimbang dengan aset yang dibiayai oleh modal perusahaan. Nilai standar deviasi *leverage* sebesar 0,4146 lebih dari kecil dari nilai rata-rata sebesar 0,4972 hal ini menunjukkan bahwa rendahnya variabilitas *leverage* pada sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode penelitian. Nilai maksimum *leverage* sebesar 3,8167 diperoleh PT. Trias Sentosa Tbk (TRST) pada tahun 2012. Hal ini menandakan bahwa total utang

perusahaan 4 kali lebih besar dibanding total aset yang dimiliki perusahaan. Hal ini disebabkan pada tahun 2012 terjadi krisis di Eropa dan Amerika yang berdampak pada pasar di Global maupun di Indonesia sehingga keadaan pasar di tahun 2012 menjadi sangat kompetitif dan memberikan efek terhadap penekanan harga jual produk karena suplai lebih besar daripada permintaan, keadaan ini membuat penjualan perusahaan menurun. Sedangkan nilai minimum sebesar 0,0372 diperoleh PT. Jaya Pari Steel Tbk (JPRS) pada tahun 2013. Hal tersebut terjadi karena penurunan pada total liabilitas dari Rp51 miliar pada tahun 2012 menjadi Rp14 miliar pada tahun 2013. Penurunan pada utang usaha atas pembelian bahan baku dan beban penjualan memberikan kontribusi besar terhadap menurunnya total liabilitas.

Variabel modal kerja bersih (NWC) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,2150 hal ini mengindikasikan bahwa sampel perusahaan manufaktur memiliki nilai modal kerja bersih sebesar 21,50% dari total aset perusahaan. Nilai standar deviasi sebesar 0,2534 lebih besar dari nilai rata-rata yaitu 0,2150 maka hal ini mengindikasikan bahwa modal kerja bersih pada sampel perusahaan manufaktur mengalami pergerakan yang fluktuatif dan variabilitas yang tinggi selama periode penelitian. Nilai maksimum modal kerja bersih sebesar 0,8133 diperoleh PT. Lion Metal Works Tbk (LION) pada tahun 2012. Hal ini disebabkan karena pada tahun tersebut jumlah aset lancar mengalami kenaikan sebesar 20,43% dari Rp327,82 miliar pada tahun 2011 menjadi Rp394,8 miliar pada tahun 2012. Kontribusi terbesar dalam peningkatan aset lancar adalah meningkatnya kas dan setara kas sebesar 16,89% dari tahun sebelumnya akibat dari peningkatan deposito berjangka

dan piutang pihak-pihak yang berelasi yang belum jatuh tempo. Diikuti dengan menurunnya jumlah utang lancar sebesar 9,36% dari Rp46,61 miliar pada tahun 2011 menjadi Rp42,25 miliar pada tahun 2012. Penurunan utang lancar terjadi karena penurunan uang muka pemerintah dan utang usaha pihak ketiga. Nilai minimum modal kerja bersih sebesar -0,7208 diperoleh PT. Primarindo Asia Infrastructure Tbk (BIMA) pada tahun 2013. Hal ini disebabkan karena jumlah utang lancar lebih besar daripada aset lancar, utang lancar mengalami kenaikan sebesar 19% dari tahun sebelumnya. Kenaikan utang terjadi karena sebagian utang lancar perseroan adalah dalam mata uang US Dollar ditambah terjadinya penguatan nilai tukar Dollar terhadap Rupiah pada tahun 2013.

Variabel peluang pertumbuhan (GROWTH) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,1389 hal ini dapat dikatakan bahwa rata-rata sampel perusahaan manufaktur memiliki nilai peluang pertumbuhan sebesar 13,89% dari total aset yang dimiliki perusahaan. Nilai standar deviasi sebesar 0,1782 lebih besar dibandingkan dengan nilai rata-rata yaitu 0,1389 maka dapat diindikasikan bahwa peluang pertumbuhan pada sampel perusahaan manufaktur mengalami pergerakan yang fluktuatif dan variabilitas yang tinggi selama periode penelitian. Nilai maksimum terbesar adalah 0,7568 diperoleh PT. Yanaprima Hastapersada Tbk (YPAS) pada tahun 2013. Peluang pertumbuhan yang tinggi disebabkan total aset yang melonjak sangat tajam sebesar 75,7% dari Rp349,4 miliar di tahun 2012 menjadi Rp613,9 miliar di tahun 2013. Kenaikan total aset disebabkan dari meningkatnya aset lancar sebesar 143,8% karena adanya penempatan deposito berjangka yang dibatasi penggunaannya, meningkatnya nilai persediaan, dan meningkatnya biaya dibayar

dimuka. Ditambah dengan investasi yang dilakukan perseroan menambah aset lancar atau aset tetap sebesar 11,3%. Namun nilai minimum sebesar -0,4779 juga diperoleh PT. Yanaprima Hastapersada Tbk (YPAS) pada tahun 2014. Hal ini disebabkan pada tahun tersebut jumlah aset perusahaan menurun sebesar 47,8% dari Rp613,9 miliar di tahun sebelumnya menjadi Rp320,5 miliar. Penurunan pada total aset dikarenakan telah berakhirnya penempatan deposito berjangka yang dibatasi penggunaannya, menurunnya persediaan, serta kas dan setara kas perusahaan. Diperparah menurunnya total aset tetap setelah dikurangi penyusutan dan selama tahun 2014 hanya terjadi sedikit penambahan aset tetap.

Variabel Arus Kas (CF) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,4468 dengan nilai standar deviasi sebesar 0,2947. Nilai rata-rata arus kas yang lebih besar dari nilai standar deviasi mengindikasikan bahwa rata-rata arus kas sampel perusahaan manufaktur mengalami pergerakan yang kurang fluktuatif dan variabilitas yang rendah selama periode penelitian. Nilai maksimum sebesar 1,7832 diperoleh PT. Primarindo Asia Infrastructure Tbk (BIMA) pada tahun 2015. Hal ini disebabkan meningkatnya kas bersih yang dihasilkan dari aktivitas operasi pada tahun 2015 dibanding tahun sebelumnya yakni sebesar Rp38,49 miliar dari Rp11,93 miliar. Sedangkan nilai minimum sebesar -0,0658 diperoleh PT. Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk (KBRI) pada tahun 2015. Hal tersebut disebabkan arus kas yang digunakan dengan arus kas yang diterima lebih besar. Arus kas bersih yang digunakan untuk aktivitas operasi meningkat sebesar 116% disebabkan peningkatan sumber penerimaan aktivitas operasi dan meningkatnya beban keuangan serta aktivitas investasi berupa pembelian mesin dan kendaraan.

B. Uji Asumsi Klasik

1. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas bertujuan untuk menguji ada atau tidaknya korelasi antar variabel bebas (variabel independen) pada model regresi (Ghozali, 2013). Model regresi yang baik tidak akan menunjukkan korelasi antar variabel bebas. Jika nilai koefisien antar variabel lebih besar dari 0,90 maka model regresi tersebut terdeteksi terdapat multikolinieritas.

Tabel IV.2
Hasil Uji Multikolinearitas Variabel Penelitian

	BSIZE	INDP	FSIZE	LEV	NWC	GROWTH	CF
BSIZE	1,0000	0,5492	0,6454	-0,1706	0,1095	0,0729	0,0552
INDP	0,5492	0,1000	0,6074	0,0337	-0,1581	0,0260	0,0898
FSIZE	0,6454	0,6074	1,0000	-0,1061	-0,1078	0,1187	-0,1068
LEV	-0,1706	0,0337	-0,1061	1,0000	-0,6174	-0,0207	0,2462
NWC	0,1095	-0,1581	-0,1078	-0,6174	1,0000	-0,0536	0,0588
GROWTH	0,0729	0,0260	0,1187	-0,0207	-0,0536	1,0000	-0,1524
CF	0,0552	0,0898	-0,1068	0,2462	0,0588	-0,1524	1,0000

Sumber : Data diolah peneliti menggunakan *evIEWS 9*

Berdasarkan tabel IV.2 dapat dilihat bahwa tidak ada koefisien korelasi antar variabel yang lebih dari 0,90 maka dapat dikatakan bahwa tidak terdapat korelasi antar variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini.

C. Hasil Uji Regresi Data Panel

Peneliti terlebih dahulu menguji jenis data panel yang paling baik untuk model, agar mendapatkan model regresi yang terbaik. Pada model estimasi data panel ini terdapat tiga teknik yang digunakan, yaitu: *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model*, dan *Random Effect Model*. Untuk menentukan model terbaik dari ketiga model tersebut, maka harus dilakukan uji *chow* dan uji *hausman*.

1. *Chow Test*

Uji Chow digunakan untuk menentukan model antara *Common Effect Model* dan *Fixed Effect Model*. Hipotesis yang digunakan dalam uji chow ini adalah sebagai berikut:

H_0 : *Common Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Kriteria dari uji ini adalah nilai *chi-square* dan *p-value* dengan tingkat signifikansi 0,05. Apabila nilai *p-value* > 0,05 maka model yang paling tepat untuk regresi data panel adalah *common effect model*. Namun jika *p-value* ≤ 0,05 maka model yang tepat untuk regresi data panel adalah *fixed effect model*. Kemudian dilanjutkan ke *hausman test* untuk menentukan model yang paling tepat antara *fixed effect model* atau *random effect model*.

Tabel IV.3
Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Fixed Effect
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	17.133724	(66,261)	0.0000
Cross-section Chi-square	560.740177	66	0.0000

Sumber : Data diolah peneliti menggunakan *eviews 9*

Berdasarkan data pada tabel IV.3 hasil *chow test* sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2011-2015 menunjukkan *Chi-square* sebesar 560,7402 dengan nilai probabilitasnya sebesar 0,00. Karena nilai probabilitas $0,00 < 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Maka dapat

diketahui bahwa *common effect model* bukan model yang terbaik untuk dijadikan model regresi data panel pada sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2011-2015. Sehingga untuk selanjutnya perlu dilakukan *hausman test* untuk menentukan model yang terbaik antara *fixed effect model* atau *random effect model*.

2. Hausman Test

Uji Hausman dilakukan untuk memilih model mana yang lebih tepat digunakan, yaitu antara *fixed effect model* atau *random effect model*. Hipotesis yang digunakan pada uji hausman adalah sebagai berikut:

H_0 : *Random Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Kriteria dari pengujian ini adalah nilai *Chi-square* dan *p-value* dengan tingkat signifikansi 0,05. Apabila dalam pengujian ini *p-value* > 0,05 maka model yang paling tepat untuk regresi data panel adalah *random effect model*. Namun jika *p-value* ≤ 0,05 maka model yang tepat untuk regresi data panel adalah *fixed effect model*.

Tabel IV.4
Hasil Uji Hausman
Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Random Effect
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.299671	7	0.2319

Sumber : Data diolah peneliti menggunakan *eviews 9*

Hasil uji hausman dapat dilihat pada tabel IV.4. Hasil uji hausman pada sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2011-2015 menunjukkan nilai *chi-square* sebesar 9,2997 dan nilai probabilitasnya

sebesar 0,2319. Karena nilai probabilitas *chi-square* 0,2319 lebih besar dari 0,05, berarti dapat disimpulkan bahwa *random effect model* menjadi model terbaik untuk regresi data panel dalam penelitian ini.

D. Hasil Uji Regresi dan Pembahasan

Tabel IV.5
Hasil Uji Regresi Data Panel
Random Effect Model

Dependent Variable: CHD

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 07/15/17 Time: 16:59

Sample: 2011 2015

Periods included: 5

Cross-sections included: 67

Total panel (balanced) observations: 335

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.348464	0.169665	-2.053836	0.0408
BSIZE	-0.001845	0.003520	-0.524027	0.6006
INDP	-0.006393	0.006801	-0.940031	0.3479
FSIZE	0.013175	0.006289	2.095057	0.0369
LEV	-0.005061	0.011908	-0.425051	0.6711
NWC	0.222145	0.025029	8.875514	0.0000
GROWTH	0.031121	0.013949	2.231013	0.0264
CF	0.109803	0.019234	5.708857	0.0000
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.076599	0.7785
Idiosyncratic random			0.040862	0.2215
Weighted Statistics				
R-squared	0.313438	Mean dependent var	0.023195	
Adjusted R-squared	0.298741	S.D. dependent var	0.048967	
S.E. of regression	0.041006	Sum squared resid	0.549838	
F-statistic	21.32656	Durbin-Watson stat	1.440462	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber : Data diolah peneliti menggunakan *eviews 9*

Setelah melakukan uji regresi model data panel telah ditentukan bahwa *random effect model* merupakan model yang paling tepat untuk digunakan dalam penelitian ini. Pengujian ini dilakukan dengan meregresikan seluruh variabel

independen, yaitu ukuran dewan direksi dan ukuran dewan komisaris independen serta variabel kontrol, yaitu ukuran perusahaan, *leverage*, modal kerja bersih, peluang pertumbuhan, dan arus kas terhadap variabel dependen, yaitu *Cash Holdings* (CHD).

Tabel IV.5 menunjukkan hasil regresi pengaruh ukuran dewan direksi dan ukuran dewan komisaris independen sebagai variabel independen, serta pengaruh ukuran perusahaan, *leverage*, modal kerja bersih, peluang pertumbuhan, dan arus kas sebagai variabel kontrol terhadap *Cash Holdings* sebagai variabel dependen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2011-2015. Adapun persamaan regresi ini adalah sebagai berikut:

$$\text{CHD} = -0,3485 - 0,0018 \text{ BSIZE} - 0,0064 \text{ INDP} + 0,0132 \text{ FSIZE} - 0,0051 \text{ LEV} + 0,2221 \text{ NWC} + 0,0311 \text{ GROWTH} + 0,1098 \text{ CF}$$

Interpretasi dari persamaan regresi diatas dapat dijelaskan sebagai berikut:

- 1) Pada persamaan tersebut dihasilkan nilai konstanta (β) sebesar -0,3485. Menunjukkan bahwa apabila variabel independen BSIZE, INDP, FSIZE, LEV, NWC, GROWTH, dan CF nol maka nilai CHD adalah -0,3485.
- 2) Koefisien regresi BSIZE negatif sebesar 0,0018. Menunjukkan bahwa setiap kenaikan BSIZE sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya konstan maka akan diikuti oleh penurunan *cash holding* perusahaan sebesar 0,0018 satuan.
- 3) Koefisien regresi INDP negatif sebesar 0,0064. Menunjukkan bahwa setiap kenaikan INDP sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen

lainnya konstan maka akan diikuti oleh penurunan *cash holding* perusahaan sebesar 0,0064 satuan.

- 4) Koefisien regresi FSIZE positif sebesar 0,0132. Menunjukkan bahwa setiap kenaikan FSIZE sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya konstan maka akan diikuti oleh kenaikan *cash holding* perusahaan sebesar 0,0132 satuan.
- 5) Koefisien regresi LEV negatif sebesar 0,0051. Menunjukkan bahwa setiap kenaikan LEV sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya konstan maka akan diikuti oleh penurunan *cash holding* perusahaan sebesar 0,0051 satuan.
- 6) Koefisien regresi NWC positif sebesar 0,2221. Menunjukkan setiap kenaikan NWC sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya konstan maka akan diikuti oleh kenaikan *cash holding* perusahaan sebesar 0,2221 satuan.
- 7) Koefisien regresi GROWTH positif sebesar 0,0311. Menunjukkan setiap kenaikan GROWTH sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya konstan maka akan diikuti oleh kenaikan *cash holding* perusahaan sebesar 0,0311 satuan.
- 8) Koefisien regresi CF positif sebesar 0,1098. Menunjukkan setiap kenaikan CF sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya konstan maka akan diikuti oleh kenaikan *cash holding* perusahaan sebesar 0,1098 satuan.

E. Hasil Uji Hipotesis

Uji t merupakan pengujian yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y). Uji t digunakan untuk menguji hipotesis pada koefisien regresi secara individual, yaitu H₁, H₂, H₃, H₄, H₅. Hasil uji t parsial tersedia pada tabel IV.6. Adapun kriteria penerimaan atau penolakan adalah dengan melihat probabilitas sebagai berikut:

1. Jika probabilitas (p-value) < 0.05, maka Hipotesis nol (H₀) ditolak, berarti variabel independen secara parsial mempengaruhi variabel dependen.
2. Jika probabilitas (p-value) > 0.05, maka Hipotesis nol (H₀) diterima, berarti variabel independen secara parsial tidak mempengaruhi variabel dependen.

Tabel IV.6
Uji t (Parsial)

Variable	Coefficient	t-Statistic	Probability	Keterangan
BSIZE	-0,0018	-0,52400	0,6006	Ho Diterima
INDP	-0,0064	-0,9400	0,3479	Ho Diterima
FSIZE	0,0132	2,0951	0,0369	Ho Ditolak
LEV	-0,0051	-0,4251	0,6711	Ho Diterima
NWC	0,2221	8,8755	0,0000	Ho Ditolak
GROWTH	0,0311	2,231	0,0264	Ho Ditolak
CF	0,1098	5,7089	0,0000	Ho Ditolak

Sumber : Data diolah peneliti menggunakan *evIEWS 9*

Berikut penjelasan mengenai pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen pada sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2011 - 2015:

1. Pengaruh Ukuran Dewan Direksi Terhadap *Cash Holding* Perusahaan

Tabel IV.6 menunjukkan bahwa nilai koefisien ukuran dewan direksi sebesar -0,0018 dan nilai probabilitas sebesar 0,6006 lebih besar dari 0,05.

Menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan (CHD). Hal ini menandakan bahwa besar atau kecilnya ukuran dewan direksi tidak akan berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan, sehingga hipotesis pertama (H_1) yang menyatakan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh terhadap *cash holding* ditolak. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Harford, et al.¹²², Hanani dan Fariha¹²³, Masood dan Shah¹²⁴, Khan dan Tanveer¹²⁵ bahwa ukuran dewan direksi tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa belum efektifnya *corporate governance* yang diterapkan di sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2015. Masood dan Shah¹²⁶, Khan dan Tanveer¹²⁷ menyatakan bahwa dewan direksi tidak memainkan peran mereka dengan baik dalam menentukan tingkat kas perusahaan. Selain itu, Hanani dan Fariha¹²⁸ mengatakan bahwa jumlah dewan direksi tergantung dari masing-masing perusahaan sehingga jumlah dewan direksi tidak dapat menjamin keefektifitasan dalam mengelola perusahaan.

2. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Independen Terhadap *Cash Holding* Perusahaan

Tabel IV.6 menunjukkan bahwa nilai koefisien ukuran dewan komisaris independen sebesar -0,0064 dengan nilai probabilitas sebesar 0,3479 lebih besar dari 0,05. Hal ini dapat diartikan bahwa ukuran komisaris independen

¹²² Harford, et al, *op. cit*

¹²³ Hanani dan Fariha, *op. cit*

¹²⁴ Masood dan Shah, *op. cit*

¹²⁵ Khan dan Tanveer, *op. cit*

¹²⁶ Masood dan Shah, *loc. cit*

¹²⁷ Khan dan Tanveer, *loc. cit*

¹²⁸ Hanani dan Fariha, *loc. cit*

tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan (CHD). Hal ini menandakan bahwa besar atau kecilnya ukuran dewan komisaris independen tidak akan berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan, sehingga, hipotesis pertama (H_1) yang menyatakan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh terhadap *cash holding* ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Khan dan Tanveer¹²⁹, Yuliana dan I Ketut¹³⁰ bahwa ukuran dewan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan.

Hal tersebut dikarenakan ukuran dewan komisaris yang tinggi dapat mengindikasikan banyaknya jumlah komisaris yang berasal dari luar perusahaan. Komisaris independen sebagai badan pengawas yang berasal dari luar organisasi perusahaan diharuskan tidak memiliki hubungan mendalam terhadap internal perusahaan yang mengakibatkan komisaris independen tidak memiliki informasi internal perusahaan secara keseluruhan, serta mengakibatkan komisaris independen tidak dapat berurusan langsung dengan kegiatan internal perusahaan seperti kebijakan *cash holdings* perusahaan (Yuliana dan I Ketut)¹³¹.

3. Pengaruh Variabel Kontrol Ukuran Perusahaan, *Leverage*, Modal Kerja Bersih, Peluang Pertumbuhan, dan Arus Kas Terhadap *Cash Holding* Perusahaan

Pada tabel IV.6 menunjukkan nilai koefisien ukuran perusahaan sebesar 0,0132. Artinya ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap *cash*

¹²⁹ Khan dan Tanveer, *op. cit*

¹³⁰ Yuliana dan I Ketut, *op. cit*

¹³¹ Yuliana dan I Ketut, *loc. cit*

holding, semakin besar ukuran perusahaan, maka akan meningkatkan *cash holding* perusahaan. Nilai probabilitas ukuran perusahaan sebesar 0,0369 lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan pada tingkat signifikansi sebesar 5%. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ozkan dan Ozkan¹³², Afza dan Adnan¹³³, dan Lee¹³⁴, Anjum dan Malik, Syafrizaliadhi dan Afrianto, Shabbir, *et al.*, yang menyatakan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan.

Hubungan positif antara ukuran perusahaan terhadap *cash holding* disebabkan perusahaan besar secara tipikal dan lumrah memiliki performa atau kinerja lebih baik dibanding perusahaan kecil yang masih berjuang dan, sehingga perusahaan besar akan memiliki *cash holding* lebih besar (Syafrizaliadhi dan Afrianto). Selain itu, Shabbir, *et al.* mengatakan perusahaan kecil memiliki masalah *information asymmetries* serta memiliki *financial constraint* yang tinggi.

Pada tabel IV.6 menunjukkan nilai koefisien *leverage* sebesar - 0,0051 dengan nilai probabilitas sebesar 0,6711. Hal ini menunjukkan bahwa rasio *leverage* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan pada tingkat signifikansi sebesar 1%, 5%, dan 10%. Dapat diindikasikan bahwa besar atau kecilnya rasio *leverage* tidak mempengaruhi *cash holding* perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan *pecking order theory* dan

¹³² Ozkan dan Ozkan, *op. cit*

¹³³ Afza dan Adnan, *op. cit*

¹³⁴ Lee, *op. cit*

penelitian yang dilakukan oleh Kalcheva and Lins, Ozkan dan Ozkan¹³⁵, Ferreira and Vilela¹³⁶, Drobetz dan Gruninger¹³⁷, Saddour, Kusnadi¹³⁸, Hyung, Afza dan Adnan, Lee and Song yang menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan.

Pada tabel IV.6 menunjukkan nilai koefisien modal kerja bersih sebesar 0,2221. Artinya, modal kerja bersih berpengaruh positif terhadap *cash holding* perusahaan, semakin besar modal kerja bersih yang dimiliki perusahaan, maka akan meningkatkan *cash holding* perusahaan, begitupun sebaliknya. Nilai probabilitas modal kerja bersih sebesar 0,0000. Hal ini berarti bahwa modal kerja bersih berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan pada tingkat signifikansi 1%. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jinkar¹³⁹, Anjum dan Malik, Dianah, Basri, dan Arfan¹⁴⁰, Borici dan Kruja yang menyatakan modal kerja bersih berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan.

Hubungan positif antara modal kerja bersih dan *cash holding* disebabkan karena kas termasuk bagian dari modal kerja bersih. Sehingga dapat diindikasikan kenaikan pada kas akan diikuti dengan kenaikan modal kerja bersih, sehingga perusahaan yang sangat likuid cenderung memiliki saldo kas lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak likuid, namun hal ini tidak

¹³⁵ Ozkan dan Ozkan, *op. cit*

¹³⁶ Ferreira and Vilela, *op. cit*

¹³⁷ Drobetz, W., & Gruninger, M.C. 2007. "Corporate Cash Holdings: Evidence from Switzerland". *Financial Markets Portfolio*, 21, 293-324

¹³⁸ Kusnadi, *op. cit*

¹³⁹ Jinkar, *op. cit*

¹⁴⁰ Dianah, Hasan Basri dan Muhammad Arfan. 2014. "Pengaruh Peluang Pertumbuhan, Modal Kerja Bersih, dan Financial Leverage Terhadap Cash Holding Pada Perusahaan Manufaktur di BEI". *Jurnal Akuntansi*, Vol. 3 No. 2, ISSN: 2302-0164.

konsisten dengan teori *trade off* dan *pecking order* (Jinkar)¹⁴¹. Disinyalir perusahaan menggunakan modal kerja bersih untuk membeli aset lancar sehingga akan menyebabkan menurunnya saldo kas perusahaan, disisi lain pada saat nanti perusahaan menerima hasil penjualan, saldo kas perusahaan akan kembali meningkat (Borici dan Kruja, 2016).

Pada tabel IV.6 menunjukkan nilai koefisien peluang pertumbuhan sebesar 0,0311. Ini berarti, terdapat hubungan positif antara peluang pertumbuhan dengan *cash holding* perusahaan, semakin besar peluang pertumbuhan suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula *cash holding* perusahaan tersebut. Begitupun sebaliknya, jika peluang pertumbuhan perusahaan kecil maka *cash holding* perusahaan juga akan kecil. Nilai probabilitas peluang pertumbuhan sebesar 0,0264. Hal tersebut menandakan bahwa peluang pertumbuhan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan pada tingkat signifikansi sebesar 5%. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Opler, et al. (1999), Ferreira dan Vilela¹⁴², Ozkan dan Ozkan¹⁴³, Jinkar¹⁴⁴. Hasil penelitian ini juga sejalan sesuai dengan *pecking order theory*, yaitu perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang besar biasanya memiliki *informational disadvantages* yang memberikan dampak terhadap pembiayaan eksternal menjadi mahal atau tinggi. Oleh sebab itu, perusahaan dengan modal kerja bersih yang tinggi menggunakan aset lancar terutama kas sebagai polis asuransi untuk mengantisipasi kemungkinan *financial distress*. Selain

¹⁴¹ Jinkar, *op. cit*

¹⁴² Ferreira dan Vilela, *op. cit*

¹⁴³ Ozkan dan Ozkan, *op. cit*

¹⁴⁴ Jinkar, *op. cit*

itu, dengan melakukan hal tersebut perusahaan dapat melakukan investasi yang baik terlebih dahulu saat pembiayaan eksternal mahal. Hal yang harus menjadi perhatian bagi perusahaan di Indonesia adalah semakin besar peluang pertumbuhan perusahaan, maka semakin besar jumlah kas yang harus tersedia agar perusahaan tidak kehilangan kesempatan investasi akibat terlambatnya eksekusi (Jinkar)¹⁴⁵.

Pada tabel IV.6 menunjukkan nilai koefisien arus kas sebesar 0,1098. Hal ini berarti bahwa arus kas berpengaruh positif terhadap *cash holding* perusahaan. Semakin besar arus kas, maka akan semakin besar *cash holding* yang dimiliki perusahaan. Begitupun sebaliknya, jika arus kas kecil, maka *cash holding* perusahaan juga akan kecil. Nilai probabilitas arus kas sebesar 0,0000. Artinya, arus kas memiliki pengaruh signifikan terhadap *cash holding* perusahaan pada tingkat signifikansi sebesar 1%. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ferreira dan Vilela¹⁴⁶, Afza dan Adnan¹⁴⁷, dan Alam, *et al.* (2011). Hubungan positif dan signifikan ini menandakan bahwa semakin tinggi arus kas dari operasi, maka semakin tinggi *cash holding* perusahaan. Hasil ini sesuai dengan *pecking order theory* yang mengatakan bahwa perusahaan membiayai investasi dengan laba ditahan baru kemudian menggunakan utang. Perusahaan menggunakan arus kas untuk membiayai investasi baru yang menguntungkan, membayar utang, membayar devidem kepada pemegang saham, dan terakhir untuk diakumulasikan sebagai kas perusahaan.

¹⁴⁵ Jinkar, *loc .cit*

¹⁴⁶ Ferreira dan Vilela, *op. cit*

¹⁴⁷ Afza dan Adnan, *op. cit*

F. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi bertujuan untuk mengukur tingkat kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen yang bisa dilihat dari besar nilai koefisien determinasi (*adjusted R-Square*). Nilai *adjusted R-square* selalu berada diantara 0 dan 1. Nilai *adjusted R-square* yang kecil mengindikasikan keterbatasan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Nilai *adjusted R-square* yang semakin besar atau semakin mendekati satu menandakan bahwa variabel-variabel independen memberikan semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Berdasarkan hasil regresi model sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2015 yang ditampilkan pada tabel IV.5 menunjukkan nilai *adjusted R-square* sebesar 0,30. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 30% variabel dependen yaitu *Cash Holding* (CHD) dapat dijelaskan oleh variabel independennya, yaitu ukuran dewan direksi dan ukuran dewan komisaris independen serta variabel kontrolnya, yaitu ukuran perusahaan, *leverage*, modal kerja bersih, peluang pertumbuhan, dan arus kas. Sedangkan sisanya sebanyak 70% dijelaskan faktor-faktor lain.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara ukuran dewan direksi dan ukuran dewan komisaris independen sebagai variabel independen terhadap *cash holding* perusahaan sebagai variabel dependen. Penelitian menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2011-2015. Berikut adalah kesimpulan yang didapat dalam penelitian ini:

1. Ukuran dewan direksi tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan. Hal ini dikarenakan belum efektifnya tata kelola perusahaan yang diterapkan di perusahaan manufaktur. Dewan direksi tidak memainkan perannya dengan baik dalam menentukan kas dalam perusahaan. Selain itu, jumlah dewan direksi tergantung dari masing-masing perusahaan sehingga jumlah dewan direksi tidak dapat menjamin keefektifitasan dalam mengelola perusahaan.
2. Ukuran dewan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan. Hal ini dikarenakan dewan komisaris independen sebagai badan pengawas yang berasal dari luar perusahaan diharuskan tidak memiliki hubungan apapun dengan internal perusahaan, sehingga keterbatasan informasi terkait perusahaan terbatas dan menyebabkan komisaris independen tidak dapat berhubungan langsung dengan kegiatan internal perusahaan seperti kebijakan *cash holding*.

B. Implikasi

Penelitian ini diharapkan dapat membantu perusahaan khususnya perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam mengelola dan mengoptimalkan *cash holding* perusahaannya guna menjaga eksistensi perusahaan sehingga mampu meningkatkan kesejahteraan agen dan prinsipal secara berkesinambungan serta memenuhi kebutuhan untuk operasional perusahaan. Berdasarkan hasil dari penelitian kali ini, menunjukkan ukuran dewan direksi dan ukuran komisaris independen tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan. Dewan direksi dan komisaris independen yang merupakan bagian dari penerapan *good corporate governance* di perusahaan manufaktur hanya dijadikan sebagai simbolis untuk memenuhi regulasi yang ada. Sehingga diharapkan, pengawasan dan evaluasi atas penerapan *good corporate governance* perusahaan bisa diperketat memaksimalkan peran serta tanggung jawab dari dewan direksi dan komisaris independen dalam menentukan kebijakan-kebijakan terkait kas perusahaan.

C. Saran

1. Menambahkan variabel-variabel bebas lainnya seperti *cash conversion cycle*, *short term debt*, dan variabel-variabel terkait corporate governance dengan proksi yang lain yang diduga berpengaruh signifikan terhadap *cash holding* sehingga hasil yang diperoleh lebih bervariasi.
2. Memperluas objek penelitian, bukan hanya perusahaan manufaktur saja tetapi seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI. Serta menambahkan periode penelitian, agar hasil yang diperoleh penelitian selanjutnya memiliki tingkat keakuratan yang tinggi.

DAFTAR PUSTAKA

- Alam H.M., Ali, L., Rehman C.A. and Akram M, (2011). “The impact of working capital management on profitability and market valuation of Pakistani firms”: *European Journal of Economics, Finance & Administrative Sciences*, vol. 32, 2011. viewed on 17 October, 2011, <http://www.eurojournals.com>
- Afza, T., Adnan, S. M. 2007. “Determinants of Corporate Cash Holdings: A Case Study of Pakistan”. *Proceedings of Singapore Economic Review Conference (SERC). Singapore Economics Review and The University of Manchester (Brooks World Poverty Institute)*.
- Ammann, Oesch, dan Schmid. 2011. “Cash Holdings and Corporate Governance Around The World”. *Working Paper*.
- Basheer, Muhammad Farhan. “Impact of Corporate Governance on Corporate Cash Holdings: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan”. *International Journal of Innovation and Applied Studies*. Agustus 2014, Vol. 7, No. 4, hal. 1371-1383.
- Batez, Thomas W., Kahle, M Kathleen., dan Stulz, M Rene. 2009. “Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To?”. *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, pg: 1985-2021.
- Boubaker, Sabri., Imen Derouiche, dan Duc Khuong Nguyen. 2013. “Does The Board of Directors Affect Cash Holdings? A Study of French Listed Firms”. *J Manag Gov, Springer Science+Business Media New York*, DOI 10.1007/s10997-013-9261-x.
- Chen, R. (2008). “Corporate Governance and Cash Holdings: Listed New Economy versus Old Economy Firms”. *Corporate Governance: An International Review*, 16 (5), pp. 430–442.
- Christina, Yessica Tria dan Erni Ekawati. 2014. “Excess Cash Holdings dan Kepemilikan Institusional Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI”. *Jurnal Manajemen Strategi, Bisnis, dan Kewirausahaan*, Vol. 8 No. 1: Hal 1-10.
- Couderc, Nicolas. 2005. “Corporate Cash Holdings: Financial Determinants and Consequences”. Diunduh tanggal 4 Februari 2017, <https://scholar.google.co.id>.

- Dianah, Hasan Basri dan Muhammad Arfan. 2014. "Pengaruh Peluang Pertumbuhan, Modal Kerja Bersih, dan Financial Leverage Terhadap Cash Holding Pada Perusahaan Manufaktur di BEI". *Jurnal Akuntansi*, Vol. 3 No. 2, ISSN: 2302-0164.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith. J. And H. Servaes. 2003. "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111-133.
- Dittmar, Amy. 2008. "Corporate Cash Policy and How to Manage it With Stock Repurchases". *Journal of Applied Corporate Finance*, 20 (3): 22-34.
- Drobetz, W., & Gruninger, M.C. 2007. "Corporate Cash Holdings: Evidence from Switzerland". *Financial Markets Portfolio*, 21, 293-324.
- Ferreira, Miguel A dan Antonio S. Vilela. 2004. "Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries". *European Financial Management*, Vol. 10 No. 2: 295-319.
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gill, Amarjit dan Charul Shah. 2012. "Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada". *International Journal of Economics and Finance*, 4 (1): 70-79.
- Gujarati, Damodar N., dan Dawn C. Porter. 2013. *Dasar-Dasar Ekonometrika Edisi 5 – Buku 2*. Jakarta: Salemba Empat.
- Harford, Jarra., Mansi, Sattar A dan Maxwell, William F. 2008. Corporate governance and Firm Cash Holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 3, pg: 535-555.
- Hsu, Wen-Yen., Yenyu Huang, Gene Lai. 2014. "Corporate Governance and Cash Holdings: Evidence From The U.S Property-Liability Insurance Industry". *The Journal of Risk and Insurance*, DOI: 10.1111/jori.12049.
- Islam, Sohani. "Manufacturing Firm's Cash Holding Determinants: Evidence from Bangladesh". *International Journal of Business and Management*. Maret 2012, Vol.7, No.6, hal. 172-184.
- Jamil, Sulaman *et al.* 2016. "Determinant of Corporate Cash Holdings: Empirical Analysis of Pakistani Firms". *Journal of Economics and Finance*, Vol. 7 : PP 29-35.

- Jinkar, Rebecca Theresia. 2013. "Analisa Faktor-faktor Penentu Kebijakan Cash Holding Perusahaan Manufaktur di Indonesia". *Mini Economica*, Edisi 42 : 129-146, ISSN: 0216-971.
- Kasmir. 2014. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada
- Khalil, Sherriyar dan Liaqat Ali. 2015. "The Effect of Family Ownership on Cash Holdings of The Firm (Karachi Stock Exchange). *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, Vol.5 No.6 PP.13-141.
- Khan, Asad dan Sarfaraz Tanveer. 2016. "The Impact of Corporate Governance on Cash Holdings: A Comparative Study of The Manufacturing and Service Industry". *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 7 (1), 53-70.
- Kieso, Donald E, Jerry J. Weygandt, dan Terry D. Warfield. 2015. *Intermediate Accounting: IFRS Edition. Second Edition*. New Jersey: John Wiley and Son.
- Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). 2006. *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. 2013. *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta.
- Kuan, Tsung-Han., Liu, Chu-Shiu dan Liu, Chwen-Chi. 2012. "Corporate Governance and Cash Holdings: A Quantile Regression Approach". *International Review of Economics and Finance*. Available at: <http://asiair.asia.edu.tw/retrieve/68038/1-s2.0-S1059056012000342main.pdf>
- Kusnadi, Yuanto. 2011. "Do Corporate Governance Mechanism Matter for Cash Holdings and Firm Value?". *Pasific-Basin Finance Journal*, 19 : 554-570.
- Lee, Kin Wai dan Cheng Few Lee. 2010. "Cash Holding, Corporate Governance Structure and Firm Valuation". *Paper*. di-download dari www.papers.ssrn.com.
- Marfuah dan Ardan Zulhilmi. 2015. "Pengaruh Growth Opportunity, Net Working Capital, Cash Conversion Cycle dan Leverage Terhadap Cash Holding Perusahaan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 5 (1), P. 32-43.
- Martsila, Ika Surya dan Wahyu Meiranto. 2013. "Pengaruh Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan". *Diponegoro Journal of Accounting*, Vol.2, No.4

- Masood, A., and Shah, A. (2014). "Corporate Governance and Cash Holdings in Listed Non Financial Firms of Pakistan". *Business Review*, 9(2), pp. 48-72.
- Nadia, Basty. (2016). "The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: An Empirical Examination of Tunisians Listed Firms". *International Journal of Economics and Financial Research*, Vol. 2, No.3, pp 55-64, ISSN (e): 2411-9407, ISSN(p): 2413-8533.
- Ogundipe, Lawrencia Olatunde, Sunday Emanuel Ogundipe. & Samuel Kehinde Ajao. 2012. "Cash Holding and Firm Characteristic: Evidence from Nigerian Emerging Market". *Journal of Business, Economic and Finance*, 1: 45-57.
- Orens, R., and A. M. Reheul. 2013. "Do CEO Demographics Explain Cash Holdings in SMEs?". *European Management Journal*, 31 (6): 549-563.
- Ozkan, Aydin dan Neslihan Ozkan. 2004. "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies". *Journal of Banking and Finance*, 28 (90), 2103-2134.
- Pinho, Rafaela. M, Laiz, T.P, dan Bruno Funchal. 2010. "Effects of Corporate Governance Attributes on Cash Holdings For New and Old Economy Firms: The Brazilian Case". *XXXIV Encontro da ANPAD*.
- Puspitasari, Filia dan Endang Ernawati. 2010. "Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha". *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, Vol.3, No.2, h.189 – 215
- Rahman, Azira Hanani Ab dan Muhamad, Siti Fariha. 2013. "Corporate Governance and Firms Cash Holding In Malaysia". *Proceeding of the International Conference on Social Science Research*. Available at: <http://worldconferences.net/Proceedings/icssr2013>.
- Rahmawati, Zahrotul Auliya. 2014. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keputusan Cash Holding Pada Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di BEI". *Jurnal Ilmiah Fakultas Ekonomi Brawijaya*, Vol. 2 No. 2 Hal. 1-15.
- Rizwan, M.F., dan Javed, T. 2011. "Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Pakistani Public Sector". *Economics, Management and Financial Markets*, 6 (1), 344-358.
- Saddour, K. (2006). "The determinants and the value of cash holdings: Evidence from French firms". *CEREG*, pp. 1-33. [Online] Retrieved from: http://www.dauphine.fr/cereg/cahiers_rech/cereg200606.pdf.

- Sheikh, Nadeem Ahmed dan Muhammad Imran Khan. 2015. "The Impact of Board Attributes and Insider Ownership on Corporate Cash Holdings: Evidence from Pakistan". *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 9 (1), 52-68.
- Sunyoto, Danang dan Fathonah Eka Susanti. 2015. *Manajemen Keuangan Untuk Perusahaan*. Yogyakarta: Center of Academic Publishing Service.
- Susanti, Susi dan Riharjo, Ikhsan Budi. 2013. "Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Corporate Social Responsibility Pada Perusahaan Cosmetics and Household". *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, Vol.1 No.1 Pg : 152-167.
- Teruel, *et al.* 2009. "Accruals Quality and Corporate Cash Holdings". *Journal Compilation Accounting and Finance*, 49 (1), 95-115.
- Tong, Z. 2006. "Firm Diversification and The Value of Corporate Cash Holdings". *Journal of Corporate Finance*, 71, 741-758.
- Undang-undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.
- William, dan Fauzi, S. 2013. "Analisis Pengaruh Growth Opportunity, Net Working Capital dan Cash Conversion Cycle Terhadap Cash Holding Perusahaan Sektor Pertambangan". *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, Vol. 1 No. 2.
- Yuliana, Sheryl dan I Ketut Yadnyana. 2016. "Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set, Cash Conversion Cycle dan Corporate Governance Structure Terhadap Cash Holdings". *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Universitas Udayana, ISSN : 2337-3067.

Lampiran 1
Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur

No	Kode	Nama Perusahaan
1	ADES	Akasha Wira International Tbk
2	ALDO	Alkindo Naratama Tbk
3	ALKA	Alaska Industrindo Tbk
4	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk
5	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk
6	ASII	Astra International Tbk
7	AUTO	Astra Otoparts Tbk
8	BAJA	Saranacentral Bajatama Tbk
9	BATA	Sepatu Bata Tbk
10	BIMA	Primarindo Asia Infrastructure Tbk
11	BRNA	Berlina Tbk
12	BUDI	Budi Starch & Sweetener Tbk
13	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
14	DLTA	Delta Djakarta Tbk
15	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara Tbk
16	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk
17	GGRM	Gudang Garam Tbk
18	HMSP	HM Sampoerna Tbk
19	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
20	IGAR	Champion Pasific Indonesia Tbk
21	IMAS	Indomobil Sukses Internasional Tbk
22	INAI	Indal Aluminium Industry Tbk
23	INCI	Intan Wijaya International Tbk
24	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
25	INDS	Indospring Tbk
26	INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk
27	JECC	Jembo Cable Company Tbk
28	JPRS	Jaya Pari Steel Tbk
29	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk
30	KBLI	KMI Wire and Cable Tbk
31	KBLM	Kabelindo Murni Tbk
32	KBRI	Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk
33	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk

34	KIAS	Keramika Indonesia Assosiasi Tbk
35	KICI	Kedaung Indah Can Tbk
36	KLBF	Kalbe Farma Tbk
37	LION	Lion Metal Works Tbk
38	LMPI	Langgeng Makmur Industri Tbk
39	LMSH	Lionmesh Prima Tbk
40	LPIN	Multi Prima Sejahtera Tbk
41	MBTO	Martina Berto Tbk
42	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk
43	MLIA	Mulia Industrindo Tbk
44	MYTX	APAC Citra Centertex Tbk
45	NIPS	Nipress Tbk
46	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk
47	PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk
48	ROTI	Nippon Indosari Corpindo Tbk
49	SCCO	Supreme Cable Manufacturing and Commerce Tbk
50	SIPD	Sierad Produce Tbk
51	SKLT	Sekar Laut Tbk
52	SMCB	Holcim Indonesia Tbk
53	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk
54	SMSM	Selamat Sempurna Tbk
55	SPMA	Suparma Tbk
56	SRSN	Indo Acitama Tbk
57	STAR	Star Petrochem Tbk
58	TCID	Mandom Indonesia Tbk
59	TIRT	Tirta Mahakam Resources Tbk
60	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk
61	TRST	Trias Sentosa Tbk
62	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk
63	ULTJ	Ultra Jaya Milk Industry Tbk
64	UNIT	Nusantara Inti Corpora Tbk
65	UNVR	Unilever Indonesia Tbk
66	VOKS	Voksel Electric Tbk
67	YPAS	Yana Prima Hasta Persada Tbk

Lampiran 2
Data Variabel Sampel Perusahaan Manufaktur

NO	OBS	KODE	tahun	BSIZE	INDP	FSIZE	LEV	NWC	GROWTH	CF	CHD
1	1	ADES	2011	3	1	26,4792	0,6021	0,1691	-0,0260	0,5600	0,0468
	2	ADES	2012	3	1	26,6871	0,4625	0,2387	0,2311	0,6886	0,1011
	3	ADES	2013	4	1	26,8125	0,3997	0,1996	0,1336	0,5587	0,0523
	4	ADES	2014	4	1	26,9438	0,4156	0,1670	0,1404	0,4970	0,0579
	5	ADES	2015	4	1	27,2052	0,4973	0,1178	0,2987	0,4246	0,0368
2	6	ALDO	2011	3	1	25,9431	0,4475	0,0555	0,3737	0,2187	0,0256
	7	ALDO	2012	3	1	26,0999	0,4188	0,0882	0,1698	0,2322	0,0237
	8	ALDO	2013	3	1	26,3954	0,5560	0,1552	0,3437	0,2569	0,0257
	9	ALDO	2014	3	1	26,5717	0,5694	0,1752	0,1928	0,2399	0,0271
	10	ALDO	2015	3	1	26,6259	0,5330	0,1733	0,0558	0,2619	0,0237
3	11	ALKA	2011	3	2	26,2781	0,8121	0,1960	0,6237	0,0687	0,0394
	12	ALKA	2012	3	2	25,7197	0,6293	0,3516	-0,4279	0,0903	0,0241
	13	ALKA	2013	3	2	26,2118	0,7534	0,1933	0,6358	0,0373	0,0817
	14	ALKA	2014	3	2	26,2257	0,7405	0,1888	0,0140	0,0469	0,0234
	15	ALKA	2015	3	2	25,6974	0,5711	0,0072	-0,4104	0,0670	0,0544
4	16	ALMI	2011	5	2	28,2532	0,6843	0,1158	0,1949	0,2906	0,0532
	17	ALMI	2012	5	2	28,2631	0,6876	0,1437	0,0100	0,4733	0,0253
	18	ALMI	2013	5	2	28,6444	0,7604	0,0392	0,4641	0,4274	0,0101
	19	ALMI	2014	5	2	28,7995	0,7993	0,0182	0,1678	0,3894	0,0160
	20	ALMI	2015	5	2	28,4145	0,7418	-0,0685	-0,3196	0,6426	0,0145
5	21	AMFG	2011	11	2	28,6208	0,2027	0,4238	0,1340	1,0521	0,2181
	22	AMFG	2012	11	2	28,7674	0,2113	0,3954	0,1579	0,9481	0,2080
	23	AMFG	2013	11	2	28,8950	0,2200	0,4255	0,1361	0,8707	0,2434
	24	AMFG	2014	11	2	29,0038	0,1859	0,4727	0,1149	0,9331	0,2806
	25	AMFG	2015	11	2	29,0827	0,2061	0,4102	0,0821	0,8168	0,2182
6	26	ASII	2011	9	5	32,6700	0,5034	0,1141	0,3674	0,2872	0,0850
	27	ASII	2012	9	4	32,8365	0,5073	0,1186	0,1812	0,2729	0,0607
	28	ASII	2013	8	3	32,9970	0,5038	0,0804	0,1740	0,2650	0,0867
	29	ASII	2014	9	4	33,0950	0,4902	0,1005	0,1030	0,2609	0,0945
	30	ASII	2015	10	4	33,1341	0,4845	0,1178	0,0399	0,2502	0,1104
7	31	AUTO	2011	8	4	29,5718	0,3218	0,0964	0,2468	0,3295	0,0525
	32	AUTO	2012	8	3	29,8150	0,3824	0,0511	0,2753	0,2920	0,0734
	33	AUTO	2013	9	4	30,1661	0,2424	0,1877	0,4206	0,2927	0,1168
	34	AUTO	2014	9	3	30,2974	0,2950	0,0890	0,1403	0,2009	0,0886
	35	AUTO	2015	8	3	30,2940	0,2926	0,0817	-0,0034	0,1745	0,0682
8	36	BAJA	2011	4	1	27,2359	0,6511	0,0707	0,2833	0,3243	0,1686

	37	BAJA	2012	4	1	27,4331	0,6867	0,0345	0,2180	0,2765	0,0813
	38	BAJA	2013	4	1	27,4601	0,7933	-0,1406	0,0274	0,1668	0,0057
	39	BAJA	2014	4	1	27,5896	0,8195	-0,1331	0,1382	0,2782	0,0239
	40	BAJA	2015	4	1	27,5783	0,8296	-0,1167	-0,0112	0,2895	0,0037
9	41	BATA	2011	4	2	26,9706	0,3139	0,3248	0,0669	0,3506	0,0225
	42	BATA	2012	7	2	27,0761	0,3251	0,3294	0,1112	0,3708	0,0165
	43	BATA	2013	5	2	27,2464	0,4170	0,2619	0,1856	0,3053	0,0048
	44	BATA	2014	6	2	27,3760	0,4462	0,2254	0,1384	0,3465	0,0052
	45	BATA	2015	4	2	27,4019	0,3119	0,3902	0,0263	0,4626	0,0407
10	46	BIMA	2011	3	2	25,2399	3,0807	-0,7173	0,0487	1,3953	0,0379
	47	BIMA	2012	3	2	25,3294	2,8763	-0,6960	0,0937	1,3448	0,0653
	48	BIMA	2013	3	2	25,4940	2,7284	-0,7208	0,1789	1,0332	0,1057
	49	BIMA	2014	3	2	25,3728	2,8504	-0,0684	-0,1141	1,4434	0,0902
	50	BIMA	2015	3	2	25,3240	3,0291	-0,0628	-0,0476	1,7832	0,2776
11	51	BRNA	2011	2	2	27,1909	0,6048	0,0042	0,1689	0,5872	0,0614
	52	BRNA	2012	3	2	27,3702	0,6082	-0,0117	0,1963	0,5680	0,0568
	53	BRNA	2013	3	1	27,7489	0,7281	-0,0941	0,4605	0,4016	0,0649
	54	BRNA	2014	4	4	27,9193	0,7254	0,0194	0,1857	0,4497	0,0809
	55	BRNA	2015	3	1	28,2303	0,5453	0,0397	0,3648	0,0793	0,0503
12	56	BUDI	2011	7	1	28,3840	0,6180	0,0855	0,0791	0,4773	0,0597
	57	BUDI	2012	7	1	28,4638	0,6286	0,0519	0,0831	0,4529	0,0429
	58	BUDI	2013	7	1	28,4993	0,6285	0,0325	0,0362	0,4669	0,0224
	59	BUDI	2014	7	1	28,5381	0,6313	0,0175	0,0395	0,4861	0,0141
	60	BUDI	2015	7	1	28,8146	0,6616	0,0004	0,3185	0,1289	0,0094
13	61	CPIN	2011	7	2	29,8112	0,3005	0,4153	0,3574	0,4666	0,0990
	62	CPIN	2012	7	2	30,1446	0,3379	0,4060	0,3956	0,3744	0,0773
	63	CPIN	2013	7	2	30,3850	0,3675	0,4138	0,2718	0,3031	0,0730
	64	CPIN	2014	7	2	30,6690	0,4755	0,2657	0,3284	0,2036	0,0424
	65	CPIN	2015	7	2	30,8372	0,4911	0,2556	0,1832	0,2093	0,0680
14	66	DLTA	2011	5	2	27,2689	0,1770	0,6917	-0,0175	0,9490	0,3543
	67	DLTA	2012	5	2	27,3371	0,1974	0,6862	0,0706	1,1138	0,3901
	68	DLTA	2013	5	2	27,4884	0,2197	0,6795	0,1633	1,3300	0,5003
	69	DLTA	2014	5	2	27,6229	0,2293	0,6686	0,1441	1,0579	0,4185
	70	DLTA	2015	5	2	27,6686	0,1817	0,7335	0,0468	0,9796	0,4766
15	71	DPNS	2011	4	1	25,8726	0,2388	0,5390	-0,0191	0,2417	0,2582
	72	DPNS	2012	4	1	25,9417	0,1567	0,5143	0,0715	0,4282	0,2434
	73	DPNS	2013	4	1	26,2699	0,1285	0,5877	0,3885	0,5617	0,2615
	74	DPNS	2014	4	1	26,3175	0,1220	0,6007	0,0488	0,2778	0,2591
	75	DPNS	2015	4	1	26,3382	0,1209	0,6238	0,0208	0,3046	0,3709
16	76	FASW	2011	5	1	29,2276	0,6350	0,0560	0,0981	0,4084	0,0086
	77	FASW	2012	5	1	29,3499	0,6761	-0,2148	0,1301	0,3780	0,0131

	78	FASW	2013	4	1	29,3701	0,7263	0,0966	0,0204	0,3659	0,0141
	79	FASW	2014	6	2	29,3504	0,7053	-0,0077	-0,0195	0,4774	0,0109
	80	FASW	2015	6	1	29,5760	0,6503	0,0156	0,2531	0,3587	0,0091
17	81	GGRM	2011	6	3	31,2969	0,3719	0,4310	0,2715	0,3087	0,0280
	82	GGRM	2012	8	2	31,3569	0,3590	0,3891	0,0619	0,2872	0,0310
	83	GGRM	2013	7	1	31,5583	0,4206	0,2858	0,2231	0,2612	0,0277
	84	GGRM	2014	7	2	31,6953	0,4293	0,2533	0,1467	0,2710	0,0273
	85	GGRM	2015	7	2	31,7821	0,4015	0,2917	0,0908	0,2981	0,0429
18	86	HMSP	2011	4	2	30,5951	0,4735	0,3283	-0,0560	0,6209	0,1068
	87	HMSP	2012	7	2	30,8986	0,4930	0,3517	0,3546	0,5086	0,0299
	88	HMSP	2013	7	3	30,9417	0,4835	0,3329	0,0441	0,5246	0,0240
	89	HMSP	2014	7	3	30,9767	0,5244	0,2529	0,0356	0,4882	0,0023
	90	HMSP	2015	8	3	31,2689	0,1577	0,6648	0,3393	0,3975	0,0452
19	91	ICBP	2011	8	3	30,3538	0,2965	0,3673	0,1393	0,4138	0,2904
	92	ICBP	2012	9	3	30,5076	0,3248	0,3554	0,1662	0,4072	0,3089
	93	ICBP	2013	9	3	30,6882	0,3762	0,3115	0,1979	0,3349	0,2598
	94	ICBP	2014	9	3	30,8463	0,3962	0,2960	0,1713	0,3361	0,2948
	95	ICBP	2015	9	3	30,9105	0,3830	0,2997	0,0663	0,3581	0,2883
20	96	IGAR	2011	3	1	26,5970	0,1828	0,7508	0,0233	0,7901	0,3877
	97	IGAR	2012	3	1	26,4674	0,2251	0,6542	-0,1216	0,6518	0,1607
	98	IGAR	2013	3	1	26,4750	0,2828	0,5884	0,0077	0,5658	0,0526
	99	IGAR	2014	3	1	26,5809	0,2471	0,6540	0,1117	0,5918	0,0505
	100	IGAR	2015	3	1	26,6737	0,1914	0,6437	0,0973	0,6366	0,1674
21	101	IMAS	2011	7	3	30,1893	0,6063	0,1542	0,6173	0,1453	0,1246
	102	IMAS	2012	7	3	30,4977	0,6752	0,1052	0,3611	0,1089	0,0646
	103	IMAS	2013	8	3	30,7363	0,7016	0,0411	0,2695	0,0871	0,0503
	104	IMAS	2014	7	3	30,7868	0,7134	0,0159	0,0518	0,0661	0,0483
	105	IMAS	2015	7	3	30,8443	0,7306	-0,0339	0,0592	0,0836	0,0532
22	106	INAI	2011	5	2	27,0227	0,8051	0,1123	0,3992	0,3171	0,0064
	107	INAI	2012	5	2	27,1404	0,7889	0,3485	0,1248	0,2911	0,0068
	108	INAI	2013	5	2	27,3643	0,8351	0,1355	0,2510	0,2245	0,0223
	109	INAI	2014	5	2	27,5226	0,8375	0,0547	0,1716	0,2224	0,0184
	110	INAI	2015	5	2	27,9164	0,8197	0,0025	0,4825	0,1866	0,0766
23	111	INCI	2011	4	1	25,5531	0,1108	0,7255	-0,0660	1,3276	0,4658
	112	INCI	2012	3	1	25,6082	0,1249	0,6365	0,0567	1,4307	0,4161
	113	INCI	2013	3	1	25,6370	0,0738	0,5774	0,0292	1,5726	0,4449
	114	INCI	2014	3	1	25,7204	0,0735	0,5420	0,0870	1,1568	0,2927
	115	INCI	2015	3	1	25,8564	0,0914	0,5673	0,1456	1,2284	0,3632
24	116	INDF	2011	9	3	31,6123	0,4101	0,2178	0,1335	0,3176	0,2435
	117	INDF	2012	9	3	31,7140	0,4245	0,2212	0,1071	0,2999	0,2249
	118	INDF	2013	9	3	31,9889	0,5086	0,1664	0,3164	0,2172	0,1750

	119	INDF	2014	9	3	32,0847	0,5203	0,2131	0,1005	0,2247	0,1647
	120	INDF	2015	9	3	32,1510	0,5304	0,1928	0,0686	0,2210	0,1424
25	121	INDS	2011	3	1	27,7618	0,4453	0,4068	0,4805	0,3150	0,0969
	122	INDS	2012	3	1	28,1407	0,3173	0,2979	0,4607	0,1091	0,0397
	123	INDS	2013	3	1	28,4179	0,2020	0,3664	0,3194	0,0852	0,1465
	124	INDS	2014	3	1	28,4564	0,1990	0,2807	0,0392	0,0998	0,0371
	125	INDS	2015	3	1	28,5687	0,2486	0,2145	0,1188	0,0106	0,0329
26	126	INTP	2011	9	3	30,5298	0,1332	0,4869	0,1828	0,9615	0,3782
	127	INTP	2012	9	3	30,7558	0,1466	0,5344	0,2536	1,0195	0,4603
	128	INTP	2013	9	3	30,9122	0,1364	0,5302	0,1693	0,9810	0,4734
	129	INTP	2014	9	3	30,9943	0,1419	0,4440	0,0856	0,8260	0,3897
	130	INTP	2015	9	3	30,9502	0,1365	0,3780	-0,0432	0,7639	0,3132
27	131	JECC	2011	4	2	27,1643	0,7967	0,0851	0,1157	0,4553	0,0663
	132	JECC	2012	4	2	27,2871	0,7985	0,1171	0,1306	0,4203	0,0396
	133	JECC	2013	4	2	27,8460	0,8809	-0,0188	0,7488	0,1744	0,0044
	134	JECC	2014	4	2	27,6916	0,8387	0,0255	-0,1430	0,2185	0,0032
	135	JECC	2015	4	2	27,9374	0,7293	0,0325	0,2786	0,0607	0,0522
28	136	JPRS	2011	4	1	26,8051	0,2285	0,4908	0,0646	0,2196	0,0256
	137	JPRS	2012	4	1	26,7112	0,1282	0,5644	-0,0896	0,1761	0,0025
	138	JPRS	2013	4	1	26,6543	0,0372	0,6240	-0,0554	0,2637	0,2268
	139	JPRS	2014	4	1	26,6394	0,0413	0,6027	-0,0148	0,1536	0,0183
	140	JPRS	2015	3	1	26,6184	0,0848	0,5456	-0,0208	0,1158	0,0059
29	141	KAEF	2011	5	2	28,2156	0,3019	0,4477	0,0826	0,3248	0,1111
	142	KAEF	2012	5	2	28,3616	0,3057	0,4665	0,1572	0,3443	0,1524
	143	KAEF	2013	5	2	28,5360	0,3429	0,4306	0,1905	0,3070	0,1594
	144	KAEF	2014	5	2	28,7339	0,4287	0,3935	0,2188	0,2888	0,1903
	145	KAEF	2015	5	2	28,8054	0,4246	0,3129	0,0742	0,2684	0,1424
30	146	KBLI	2011	5	2	27,7112	0,3356	0,3373	0,1302	0,4579	0,0988
	147	KBLI	2012	5	2	27,7809	0,2725	0,4360	0,0721	0,4812	0,0589
	148	KBLI	2013	5	2	27,9215	0,3368	0,4169	0,1509	0,3887	0,0452
	149	KBLI	2014	6	2	27,9217	0,2966	0,4454	0,0002	0,3912	0,0196
	150	KBLI	2015	6	2	28,0704	0,3379	0,4020	0,1604	0,3780	0,0135
31	151	KBLM	2011	3	1	27,1893	0,6199	-0,0408	0,5947	0,2925	0,0201
	152	KBLM	2012	3	1	27,3066	0,6338	-0,0152	0,1244	0,2825	0,0101
	153	KBLM	2013	3	1	27,2068	0,5879	-0,0245	-0,0950	0,3133	0,0284
	154	KBLM	2014	3	1	27,1967	0,5518	0,0217	-0,0101	0,3737	0,0528
	155	KBLM	2015	3	1	27,2070	0,5469	0,0300	0,0103	0,3709	0,0103
32	156	KBRI	2011	2	1	27,3361	0,0935	-0,0270	-0,0529	(0,0038)	0,0251
	157	KBRI	2012	3	1	27,3309	0,0395	0,0271	-0,0051	0,0755	0,0157
	158	KBRI	2013	3	1	27,3937	0,1211	0,0275	0,0648	0,0019	0,0009

	159	KBRI	2014	3	1	27,8929	0,4789	0,0435	0,6473	0,0035	0,0115
	160	KBRI	2015	2	1	28,0067	0,6420	-0,0529	0,1205	(0,0658)	0,0044
33	161	KDSI	2011	3	2	27,0993	0,5249	0,1715	0,0535	0,4886	0,0148
	162	KDSI	2012	3	2	27,0699	0,4462	0,2406	-0,0289	0,3743	0,0229
	163	KDSI	2013	4	2	27,4688	0,5860	0,1775	0,4902	0,4986	0,1063
	164	KDSI	2014	4	2	27,5905	0,6126	0,1558	0,1295	0,4745	0,0708
	165	KDSI	2015	3	2	27,7941	0,6781	0,0841	0,2257	0,3893	0,0956
34	166	KIAS	2011	4	2	28,3487	0,4780	-0,1525	0,6188	0,2656	0,0344
	167	KIAS	2012	4	2	28,3936	0,0786	0,2462	0,0460	0,3419	0,0721
	168	KIAS	2013	4	2	28,4512	0,0986	0,2643	0,0593	0,3843	0,1276
	169	KIAS	2014	4	2	28,4865	0,1002	0,2772	0,0359	0,4056	0,0937
	170	KIAS	2015	7	2	28,3845	0,1464	0,2246	-0,0970	0,3768	0,0258
35	171	KICI	2011	3	1	25,1940	0,2645	0,5532	0,0172	0,5291	0,0415
	172	KICI	2012	3	1	25,2767	0,2991	0,5176	0,0862	0,5201	0,0513
	173	KICI	2013	3	1	25,3112	0,2474	0,5624	0,0352	0,5667	0,0471
	174	KICI	2014	3	1	25,2954	0,1867	0,5871	-0,0158	0,5568	0,0467
	175	KICI	2015	3	1	25,6199	0,3023	0,4531	0,3833	1,7524	0,0169
36	176	KLBF	2011	6	2	29,7442	0,2125	0,5228	0,1766	0,4759	0,2769
	177	KLBF	2012	5	2	29,8736	0,2173	0,4831	0,1382	0,4260	0,1975
	178	KLBF	2013	5	2	30,0572	0,2488	0,4292	0,2014	0,3640	0,1261
	179	KLBF	2014	5	4	30,1507	0,2099	0,4616	0,0981	0,3795	0,1525
	180	KLBF	2015	5	3	30,2482	0,2014	0,4660	0,1023	0,3843	0,1985
37	181	LION	2011	4	1	26,6254	0,1743	0,7700	0,2037	0,5052	0,4732
	182	LION	2012	4	1	26,7952	0,1423	0,8133	0,1850	0,5816	0,4668
	183	LION	2013	4	1	26,9350	0,1660	0,7323	0,1501	0,3972	0,4088
	184	LION	2014	4	1	27,1204	0,2602	0,5934	0,2037	0,2612	0,2891
	185	LION	2015	4	1	27,1837	0,2889	0,5860	0,0654	0,2764	0,3166
38	186	LMPI	2011	5	1	27,2540	0,4064	0,1522	0,1264	0,3894	0,0195
	187	LMPI	2012	5	1	27,4266	0,4977	0,1024	0,1885	0,3460	0,0067
	188	LMPI	2013	5	1	27,4352	0,5166	0,0887	0,0086	0,3513	0,0089
	189	LMPI	2014	5	1	27,4189	0,5066	0,1090	-0,0162	0,4003	0,0112
	190	LMPI	2015	5	1	27,3992	0,4941	0,1150	-0,0195	0,4243	0,0094
39	191	LMSH	2011	3	1	25,3084	0,4164	0,4362	0,2534	0,3371	0,0634
	192	LMSH	2012	3	1	25,5796	0,2413	0,5974	0,3115	0,6713	0,2679
	193	LMSH	2013	3	1	25,6770	0,2204	0,6208	0,1023	0,3788	0,2897
	194	LMSH	2014	3	1	25,6643	0,1713	0,6320	-0,0126	0,3446	0,3072
	195	LMSH	2015	3	1	25,6195	0,1595	0,5838	-0,0438	0,3241	0,3015
40	196	LPIN	2011	3	1	25,7819	0,2486	0,4259	0,0426	0,1663	0,2320
	197	LPIN	2012	3	1	25,8723	0,2172	0,3645	0,0947	0,2073	0,2852
	198	LPIN	2013	3	1	26,0034	0,2698	0,3577	0,1400	0,1263	0,2643

	199	LPIN	2014	4	2	25,9468	0,2496	0,2459	-0,0550	0,0360	0,0421
	200	LPIN	2015	4	2	26,5042	0,6405	(0,1172)	0,7460	(0,0150)	0,1729
41	201	MBTO	2011	4	1	27,0179	0,2605	0,6408	0,6260	0,3410	0,3497
	202	MBTO	2012	4	1	27,1359	0,2870	0,6115	0,1252	0,2749	0,1961
	203	MBTO	2013	4	1	27,1396	0,2623	0,5559	0,0037	0,2160	0,0778
	204	MBTO	2014	4	1	27,1520	0,2674	0,5327	0,0124	0,2178	0,0666
	205	MBTO	2015	4	1	27,1985	0,3308	0,4904	0,0477	0,2133	0,0477
42	206	MLBI	2011	4	3	27,8305	0,5656	(0,0031)	0,0736	1,0924	0,2035
	207	MLBI	2012	4	3	27,7726	0,7137	(0,2901)	-0,0563	0,9803	0,0860
	208	MLBI	2013	4	3	28,2088	0,4458	(0,0091)	0,5469	1,0939	0,0816
	209	MLBI	2014	4	4	28,4335	0,7518	(0,3462)	0,2519	0,7404	0,0656
	210	MLBI	2015	4	4	28,3734	0,6352	(0,2405)	-0,0584	0,7196	0,1640
43	211	MLIA	2011	6	1	29,4425	0,8574	0,0774	0,3501	0,5948	0,0089
	212	MLIA	2012	6	1	29,5119	0,8113	0,0689	0,0719	0,6115	0,0146
	213	MLIA	2013	6	2	29,6037	0,8345	0,0240	0,0962	0,5485	0,0197
	214	MLIA	2014	6	2	29,6072	0,8168	0,0231	0,0035	0,6310	0,0147
	215	MLIA	2015	6	2	29,5947	0,8435	(0,0319)	-0,0124	0,6417	0,0075
44	216	MYTX	2011	3	2	28,2453	0,9655	(0,2835)	-0,0183	0,5943	0,0028
	217	MYTX	2012	3	2	28,2207	1,0338	(0,2317)	-0,0244	0,7503	0,0180
	218	MYTX	2013	3	2	28,3708	1,0494	(0,2660)	0,1620	0,9497	0,0061
	219	MYTX	2014	3	2	28,3446	1,1317	(0,3856)	-0,0258	1,0792	0,0102
	220	MYTX	2015	4	2	28,2959	1,2921	(0,4813)	-0,0475	1,2968	0,0027
45	221	NIPS	2011	4	1	26,8251	0,6284	0,0460	0,3231	0,3282	0,0120
	222	NIPS	2012	4	1	26,9861	0,6149	0,0565	0,1746	0,3107	0,0151
	223	NIPS	2013	3	1	27,4059	0,7045	0,0326	0,5217	0,2392	0,0092
	224	NIPS	2014	3	1	27,8190	0,5176	0,1264	0,5116	0,1946	0,0274
	225	NIPS	2015	3	1	28,0678	0,6065	0,0205	0,2824	0,1571	0,0257
46	226	PICO	2011	2	1	27,0545	0,6655	0,0923	-0,0149	0,4471	0,0065
	227	PICO	2012	2	1	27,1112	0,6651	0,1376	0,0583	0,4428	0,0021
	228	PICO	2013	2	1	27,1552	0,6540	0,1762	0,0450	0,4602	0,0184
	229	PICO	2014	2	1	27,1636	0,6321	0,2901	0,0084	0,4686	0,0053
	230	PICO	2015	2	1	27,1298	0,5921	0,2744	-0,0333	0,4943	0,0049
47	231	PSDN	2011	6	2	26,7668	0,5104	0,2356	0,0163	0,4335	0,1047
	232	PSDN	2012	6	2	27,2492	0,4000	0,2103	0,6200	0,3139	0,1255

	233	PSDN	2013	6	2	27,2480	0,3875	0,2254	-0,0011	0,3429	0,1289
	234	PSDN	2014	6	2	27,1570	0,3893	0,1476	-0,0870	0,3004	0,0550
	235	PSDN	2015	6	2	27,1536	0,4772	0,0805	-0,0034	0,3128	0,0448
48	236	ROTI	2011	6	1	27,3554	0,2802	0,0554	0,3359	0,3164	0,0638
	237	ROTI	2012	6	1	27,8175	0,4468	0,0202	0,5873	0,2562	0,0314
	238	ROTI	2013	6	1	28,2313	0,5680	0,0240	0,5127	0,2150	0,0555
	239	ROTI	2014	6	1	28,3932	0,5520	0,0526	0,1757	0,2494	0,0759
	240	ROTI	2015	6	1	28,6266	0,5608	0,1541	0,2629	0,3117	0,1904
49	241	SCCO	2011	4	1	28,0065	0,6433	0,1846	0,2574	0,3583	0,1987
	242	SCCO	2012	4	1	28,0277	0,5601	0,2545	0,0215	0,4052	0,1752
	243	SCCO	2013	4	1	28,1975	0,5984	0,2334	0,1850	0,3076	0,1670
	244	SCCO	2014	4	1	28,1354	0,5109	0,1512	-0,0602	0,3273	0,0701
	245	SCCO	2015	5	1	28,2038	0,4798	0,3129	0,0707	0,3796	0,1918
50	246	SIPD	2011	5	2	28,6024	0,5188	0,1312	0,2965	0,2414	0,0192
	247	SIPD	2012	5	2	28,8244	0,6129	0,0681	0,2485	0,2210	0,0260
	248	SIPD	2013	5	2	28,7802	0,5928	0,0566	-0,0432	0,2555	0,0242
	249	SIPD	2014	7	2	28,6610	0,5405	0,1847	-0,1124	0,3061	0,0538
	250	SIPD	2015	5	1	28,4405	0,6732	0,0439	-0,1978	0,2456	0,0242
51	251	SKLT	2011	3	1	26,0904	0,4263	0,2016	0,0745	0,2270	0,0438
	252	SKLT	2012	3	1	26,2437	0,4815	0,1475	0,1657	0,2432	0,0181
	253	SKLT	2013	3	1	26,4337	0,5376	0,0973	0,2092	0,2640	0,0299
	254	SKLT	2014	4	1	26,5271	0,5375	0,0784	0,0980	0,3064	0,0220
	255	SKLT	2015	4	1	26,6558	0,5968	0,0812	0,1373	0,3207	0,0204
52	256	SMCB	2011	8	4	30,0244	0,3126	0,0716	0,0492	0,6690	0,1030
	257	SMCB	2012	8	4	30,1299	0,3082	0,0518	0,1112	0,6319	0,0457
	258	SMCB	2013	8	4	30,3320	0,4110	(0,0790)	0,2241	0,5217	0,0252
	259	SMCB	2014	9	2	30,4757	0,4906	(0,0882)	0,1544	0,4697	0,0125
	260	SMCB	2015	8	3	30,4830	0,5122	(0,0794)	0,0073	0,4781	0,0369
53	261	SMGR	2011	7	2	30,6097	0,2567	0,2419	0,2634	0,6590	0,1717
	262	SMGR	2012	7	2	30,9111	0,1270	0,1281	0,3518	0,5405	0,1137
	263	SMGR	2013	7	2	31,0583	0,2919	0,1518	0,1585	0,5327	0,1322
	264	SMGR	2014	7	2	31,1666	0,2714	0,1858	0,1144	0,5339	0,1436
	265	SMGR	2015	7	2	31,2726	0,2808	0,1033	0,1119	0,4682	0,1039
54	266	SMSM	2011	5	1	27,7593	0,4101	0,3995	0,0654	0,8837	0,0146
	267	SMSM	2012	5	1	27,9965	0,4308	0,3030	0,2677	0,8717	0,0412
	268	SMSM	2013	5	1	28,1623	0,4081	0,3375	0,1803	0,8901	0,0549
	269	SMSM	2014	5	1	28,1903	0,3444	0,3412	0,0284	0,9654	0,0434
	270	SMSM	2015	5	1	28,4286	0,3513	0,3589	0,2691	0,8359	0,0554
55	271	SPMA	2011	4	3	28,0704	0,5157	0,0430	0,0414	0,5068	0,0191

	272	SPMA	2012	4	3	28,1405	0,5317	0,1804	0,0725	0,5256	0,0244
	273	SPMA	2013	4	3	28,2004	0,5724	0,0518	0,0617	0,4961	0,0115
	274	SPMA	2014	4	4	28,3691	0,6154	0,2370	0,1838	0,4994	0,0229
	275	SPMA	2015	4	4	28,4128	0,6360	(0,0243)	0,0447	0,4761	0,0212
56	276	SRSN	2011	4	3	26,6126	0,3016	0,4918	-0,0078	0,5612	0,0081
	277	SRSN	2012	4	3	26,7200	0,3305	0,4859	0,1133	0,5287	0,0466
	278	SRSN	2013	5	3	26,7654	0,2529	0,4871	0,0464	0,5126	0,0204
	279	SRSN	2014	6	3	26,8617	0,2903	0,4724	0,1012	0,4986	0,0508
	280	SRSN	2015	6	3	27,0760	0,4076	0,4135	0,2390	0,4087	0,0261
57	281	STAR	2011	2	1	27,3005	0,3204	0,2057	0,5063	0,1661	0,0038
	282	STAR	2012	2	1	27,3456	0,3492	0,2602	0,0461	0,1790	0,0118
	283	STAR	2013	2	1	27,3425	0,3464	0,2608	-0,0031	0,1972	0,0152
	284	STAR	2014	2	1	27,3773	0,3683	0,2511	0,0354	0,2049	0,0081
	285	STAR	2015	2	1	27,3150	0,3283	0,2531	-0,0604	0,2357	0,0084
58	286	TCID	2011	13	2	27,7540	0,0977	0,5435	0,0799	0,5460	0,0795
	287	TCID	2012	13	2	27,8634	0,1306	0,5304	0,1156	0,5628	0,1070
	288	TCID	2013	13	2	28,0135	0,1930	0,3569	0,1620	0,5047	0,0504
	289	TCID	2014	15	2	28,2480	0,3074	0,2093	0,2642	0,4438	0,0513
	290	TCID	2015	15	3	28,3644	0,1764	0,4273	0,1235	0,6255	0,1055
59	291	TIRT	2011	4	1	27,2613	0,8010	0,2242	0,1971	0,3960	0,0374
	292	TIRT	2012	4	1	27,2448	0,8451	0,1170	-0,0163	0,3881	0,0453
	293	TIRT	2013	2	1	27,3069	0,9184	(0,0111)	0,0640	0,2444	0,0493
	294	TIRT	2014	3	1	27,2937	0,8849	0,0652	-0,0131	0,4322	0,0327
	295	TIRT	2015	3	1	27,3607	0,8805	0,0535	0,0693	0,3915	0,0224
60	296	TOTO	2011	9	1	27,9234	0,4322	0,2930	0,2272	0,6291	0,1597
	297	TOTO	2012	10	1	28,0515	0,4101	0,3402	0,1367	0,5672	0,1314
	298	TOTO	2013	10	1	28,1885	0,4069	0,3398	0,1468	0,5357	0,1446
	299	TOTO	2014	11	2	28,3377	0,3927	0,2891	0,1610	0,4718	0,0415
	300	TOTO	2015	11	2	28,5228	0,3886	0,3230	0,2034	0,4286	0,0685
61	301	TRST	2011	4	1	28,3883	0,3780	0,1087	0,0507	0,6838	0,0263
	302	TRST	2012	4	1	28,4141	3,8167	0,0892	0,0261	0,8318	0,0202
	303	TRST	2013	4	1	28,8130	0,4757	0,0458	0,4903	0,7330	0,0188
	304	TRST	2014	3	2	28,8131	0,4599	0,0696	0,0001	0,7932	0,0314
	305	TRST	2015	3	2	28,8422	0,4171	0,0799	0,0295	0,8980	0,0220
62	306	TSPC	2011	9	2	29,0780	0,2834	0,4963	0,1841	0,4598	0,3785
	307	TSPC	2012	12	2	29,1642	0,2762	0,4957	0,0900	0,4523	0,3565
	308	TSPC	2013	12	3	29,3189	0,2857	0,4888	0,1673	0,3802	0,3314
	309	TSPC	2014	11	3	29,3525	0,2611	0,4430	0,0342	0,3372	0,2611
	310	TSPC	2015	11	2	29,4691	0,3099	0,4150	0,1237	0,3164	0,2762
63	311	ULTJ	2011	3	1	28,4100	0,3564	0,1452	0,0860	0,4040	0,1114

	312	ULTJ	2012	3	1	28,5151	0,3075	0,2493	0,1109	0,5975	0,2214
	313	ULTJ	2013	3	1	28,6648	0,2833	0,3314	0,1614	0,5450	0,2175
	314	ULTJ	2014	3	1	28,7016	0,2235	0,3946	0,0375	0,5341	0,1677
	315	ULTJ	2015	3	1	28,8951	0,2097	0,4356	0,2135	0,6245	0,2399
64	316	UNIT	2011	2	1	26,4429	0,2124	0,0270	-0,0161	0,2852	0,0042
	317	UNIT	2012	2	1	26,6632	0,3671	(0,1487)	0,2464	0,2671	0,0104
	318	UNIT	2013	2	1	26,8526	0,4745	(0,2780)	0,2085	0,2657	0,0029
	319	UNIT	2014	2	1	26,8117	0,4517	(0,2426)	-0,0401	0,3232	0,0090
	320	UNIT	2015	2	1	26,8557	0,4724	(0,1872)	0,0450	0,3515	0,0046
65	321	UNVR	2011	9	4	29,9807	0,6488	(0,1935)	0,2047	0,5004	0,0321
	322	UNVR	2012	10	4	30,1147	0,6689	(0,2086)	0,1434	0,5109	0,0192
	323	UNVR	2013	10	4	30,2224	0,6813	(0,1915)	0,1137	0,5172	0,0196
	324	UNVR	2014	9	4	30,2899	0,6780	(0,1770)	0,0699	0,5659	0,0602
	325	UNVR	2015	11	4	30,3866	0,6931	(0,2228)	0,1015	0,5200	0,0399
66	326	VOKS	2011	6	2	28,0840	0,6843	0,1925	0,3964	0,2805	0,0845
	327	VOKS	2012	5	2	28,1605	0,6449	0,2109	0,0795	0,3074	0,0924
	328	VOKS	2013	4	2	28,3018	0,6926	0,0916	0,1518	0,2193	0,0502
	329	VOKS	2014	5	2	28,0718	0,6680	0,1018	-0,2055	0,2119	0,0214
	330	VOKS	2015	5	1	28,0604	0,6682	0,1079	-0,0114	0,3049	0,0513
67	331	YPAS	2011	3	1	26,1327	0,3373	0,1522	0,1128	0,3012	0,0073
	332	YPAS	2012	3	1	26,5796	0,5290	0,1243	0,5634	0,2228	0,0160
	333	YPAS	2013	3	1	27,1431	0,7218	0,1011	0,7568	0,1292	0,0066
	334	YPAS	2014	3	1	26,4931	0,4949	0,1127	-0,4779	0,2440	0,0039
	335	YPAS	2015	2	1	26,3552	0,4613	0,0685	-0,1289	0,3304	0,0168

Lampiran 5

Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FIXED
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	17.133724	(66,261)	0.0000
Cross-section Chi-square	560.740177	66	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: CHD
Method: Panel Least Squares
Date: 08/18/17 Time: 04:43
Sample: 2011 2015
Periods included: 5
Cross-sections included: 67
Total panel (balanced) observations: 335

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.138041	0.109041	-1.265954	0.2064
BSIZE	0.002384	0.002568	0.928411	0.3539
INDP	0.007343	0.006922	1.060814	0.2896
FSIZE	0.003179	0.004120	0.771632	0.4409
LEV	0.000389	0.015474	0.025114	0.9800
NWC	0.262181	0.025181	10.41198	0.0000
GROWTH	0.048185	0.026382	1.826428	0.0687
CF	0.133790	0.017374	7.700630	0.0000
R-squared	0.476624	Mean dependent var		0.099955
Adjusted R-squared	0.465420	S.D. dependent var		0.115301
S.E. of regression	0.084302	Akaike info criterion		-2.085220
Sum squared resid	2.323959	Schwarz criterion		-1.994136
Log likelihood	357.2743	Hannan-Quinn criter.		-2.048907
F-statistic	42.54138	Durbin-Watson stat		0.365228
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 6

Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: RANDOM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.299671	7	0.2319

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
BSIZE	-0.007295	-0.001845	0.000010	0.0881
INDP	-0.009790	-0.006393	0.000011	0.3032
FSIZE	0.022270	0.013175	0.000099	0.3601
LEV	-0.004898	-0.005061	0.000020	0.9707
NWC	0.208686	0.222145	0.000249	0.3938
GROWTH	0.028986	0.031121	0.000007	0.4124
CF	0.099414	0.109803	0.000169	0.4242

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: CHD
Method: Panel Least Squares
Date: 08/18/17 Time: 04:57
Sample: 2011 2015
Periods included: 5
Cross-sections included: 67
Total panel (balanced) observations: 335

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.562381	0.330098	-1.703677	0.0896
BSIZE	-0.007295	0.004755	-1.534288	0.1262
INDP	-0.009790	0.007559	-1.295171	0.1964
FSIZE	0.022270	0.011761	1.893576	0.0594
LEV	-0.004898	0.012717	-0.385140	0.7004
NWC	0.208686	0.029590	7.052537	0.0000
GROWTH	0.028986	0.014190	2.042630	0.0421
CF	0.099414	0.023216	4.282223	0.0000

Lampiran 7

Fixed Effect Model

Dependent Variable: CHD
 Method: Panel Least Squares
 Date: 07/15/17 Time: 16:58
 Sample: 2011 2015
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 67
 Total panel (balanced) observations: 335

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.562381	0.330098	-1.703677	0.0896
BSIZE	-0.007295	0.004755	-1.534288	0.1262
INDP	-0.009790	0.007559	-1.295171	0.1964
FSIZE	0.022270	0.011761	1.893576	0.0594
LEV	-0.004898	0.012717	-0.385140	0.7004
NWC	0.208686	0.029590	7.052537	0.0000
GROWTH	0.028986	0.014190	2.042630	0.0421
CF	0.099414	0.023216	4.282223	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.901855	Mean dependent var	0.099955
Adjusted R-squared	0.874404	S.D. dependent var	0.115301
S.E. of regression	0.040862	Akaike info criterion	-3.365041
Sum squared resid	0.435797	Schwarz criterion	-2.522517
Log likelihood	637.6444	Hannan-Quinn criter.	-3.029151
F-statistic	32.85373	Durbin-Watson stat	1.791533
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 8

Random Effect Model

Dependent Variable: CHD
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 07/15/17 Time: 16:59
 Sample: 2011 2015
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 67
 Total panel (balanced) observations: 335
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.348464	0.169665	-2.053836	0.0408
BSIZE	-0.001845	0.003520	-0.524027	0.6006
INDP	-0.006393	0.006801	-0.940031	0.3479
FSIZE	0.013175	0.006289	2.095057	0.0369
LEV	-0.005061	0.011908	-0.425051	0.6711
NWC	0.222145	0.025029	8.875514	0.0000
GROWTH	0.031121	0.013949	2.231013	0.0264
CF	0.109803	0.019234	5.708857	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.076599	0.7785
Idiosyncratic random	0.040862	0.2215

Weighted Statistics

R-squared	0.313438	Mean dependent var	0.023195
Adjusted R-squared	0.298741	S.D. dependent var	0.048967
S.E. of regression	0.041006	Sum squared resid	0.549838
F-statistic	21.32656	Durbin-Watson stat	1.440462
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.444836	Mean dependent var	0.099955
Sum squared resid	2.465106	Durbin-Watson stat	0.321293

RIWAYAT HIDUP



Firda Mufidah, lahir di Jakarta, 13 Desember 1993. Penulis merupakan anak ke lima dari lima bersaudara. Penulis menyelesaikan pendidikan Sekolah Dasar di SD Negeri 04 Jakarta pada tahun 2006 dan di tahun yang sama penulis melanjutkan pendidikan ke SMP Negeri 51 Jakarta. Kemudian, pada tahun 2009 penulis melanjutkan pendidikan ke SMA Negeri 50 Jakarta dan lulus pada tahun 2012. Pada tahun 2013, penulis terdaftar sebagai Mahasiswi Program Studi S1 Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta (UNJ) melalui jalur SBMPTN. Selama menjadi mahasiswi, penulis aktif mengikuti organisasi diantaranya Himpunan Mahasiswa Jurusan Manajemen (HMJM) sebagai *staff Divisi Research and Development (R&D)* pada tahun 2014-2015 dan menjadi *Supervisor Divisi Research and Development (R&D)* pada tahun 2015-2016. Pada tahun 2016 penulis juga pernah tergabung dalam Generasi Baru Indonesia (Penerima Beasiswa Bank Indonesia) sebagai *staff Divisi Edukasi*. Di tahun yang sama penulis mengikuti Praktik Kerja Lapangan (PKL) di Perum Bulog selama dua bulan (40 hari kerja) dan di tempatkan di Divisi Akuntansi, Sub Divisi Pajak.