

ANALISIS PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*, *CASH CONVERSION CYCLE* DAN *CORPORATE GOVERNANCE STRUCTURE* TERHADAP *CASH HOLDINGS*

**Sheryl Yuliana Senjaya¹
I Ketut Yadnyana²**

^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
email: sheryl.snjy@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh *investment opportunity set*, *cash conversion cycle* dan *corporate governance structure* terhadap *cash holdings*. 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. Hasil analisis menunjukkan *investment opportunity set* (IOS) yang diukur dengan MBVA berpengaruh secara positif terhadap *cash holdings*, hasil pengujian hipotesis sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa tingkat IOS yang tinggi akan menciptakan permintaan untuk persediaan uang tunai yang tinggi. Hasil analisis juga menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh secara positif terhadap *cash holdings* yang menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris yang kecil memudahkan pengawasan serta mempercepat pengambilan keputusan, sehingga dewan komisaris dapat bertindak secara cepat dan lebih mudah dalam mengawasi tindakan manajemen yang dapat bertindak sesuai kepentingannya sendiri. Sedangkan hasil analisis menunjukkan bahwa *cash conversion cycle*, komisaris independen dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *cash holdings*.

Kata kunci: *Cash Holdings*, *Investment Opportunity Set*, *Cash Conversion Cycle*, *Corporate Governance*

ABSTRACT

The purpose of this study is to get empirical evidence about the influence of investment opportunity set, cash conversion cycle and corporate governance structure of the cash holdings. The population in this study using secondary data on the company's property and real estate sectors which are listed on the Indonesia Stock Exchange period 2008 to 2014. Sampling was done by purposive sampling method with the samples obtained as many as 34 companies. This study using multiple regression analysis model on testing the hypothesis. The analysis showed investment opportunity set (IOS) as measured by MBVA affect positively on cash holdings, the results of hypothesis testing in accordance with the pecking order theory which states that a high level of IOS which will create demand for the supply of high cash. The analysis also shows that the size of the board of commissioners had positive effect on cash holdings which indicates that the board size small facilitate control and accelerate decision-making, so that commissioners can act faster and easier to monitor management actions that can act according to its own interests. While the analysis showed that cash conversion cycle, independent directors and institutional ownership has no effect on cash holdings.

Keywords: *Cash Holdings*, *Investment Opportunity Set*, *Cash Conversion Cycle*, *Corporate Governance*

PENDAHULUAN

Kas merupakan aktiva yang sangat likuid dan dapat digunakan dengan segera untuk memenuhi kebutuhan aktivitas perusahaan. Persediaan kas ditangan (*cash holdings*) merupakan uang tunai yang diperlukan untuk memenuhi kebutuhan aktivitas operasional perusahaan sehari-hari seperti pembelian persediaan, pembayaran hutang serta pembiayaan kegiatan operasional perusahaan lainnya. Persediaan uang tunai tersebut dapat berupa persediaan kas dalam perusahaan atau dapat berupa kas di bank yang dapat dicairkan dengan mudah. Pentingnya penentuan jumlah *cash holdings* dalam perusahaan secara keseluruhan dicerminkan dalam pandangan bisnis bahwa “*cash is king*”. Pandangan bisnis ini menyatakan bahwa perusahaan memandang kas sangat penting dimana persediaan uang tunai diperlukan dalam memenuhi kegiatan operasional perusahaan seperti pembelian aset serta pembayaran tak terduga.

Berdasarkan penelitian Ferreira dan Viela (2004) terdapat beberapa manfaat bagi perusahaan dalam memiliki *cash holdings*. Pertama, *cash holdings* mengurangi kemungkinan terjadinya *financial distress* akibat kondisi ekonomi yang tidak menentu sehingga *cash holdings* dapat bertindak sebagai dana cadangan dalam menghindari kebangkrutan. Kas juga dapat bertindak sebagai dana alternatif apabila perusahaan mengalami kesulitan dalam menggunakan dana eksternal, dimana salah satu kendala dalam menggunakan sumber dana eksternal adalah tingkat bunga yang tidak menentu akibat kondisi ekonomi. Kedua, *cash holdings* memungkinkan perusahaan melakukan kebijakan investasi secara lebih

optimal karena *cash holdings* sebagai salah satu sumber dana internal tidak menimbulkan biaya seperti sumber dana eksternal.

Kebijakan perusahaan dalam menahan kas telah dijelaskan oleh teori Keynes (1936) dikutip dari Sartono (2001:415) yang menyatakan bahwa terdapat 3 motif dalam menahan kas yakni motif transaksi, motif berjaga-jaga dan motif spekulasi. Penelitian Batez, *et al* (2009) menambahkan motif perusahaan menahan kas berdasarkan literatur-literatur keuangan, dimana terdapat 4 motif perusahaan menahan kas yakni: motif transaksi, motif berjaga-jaga, motif pajak dan motif *agency*. Salah satu motif perusahaan dalam menahan kas adalah motif berjaga-jaga dimana motif ini terjadi akibat kondisi pasar yang tidak menentu yang dapat menentukan tingkat set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) perusahaan.

Investment opportunity set (IOS) merupakan suatu keputusan investasi yang merupakan bentuk kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi dimasa yang akan datang (Myers, 1977). IOS dapat mempengaruhi besarnya *cash holding* yang dimiliki oleh perusahaan, berdasarkan *pecking order theory* IOS yang besar menunjukkan akan terjadinya kenaikan atas persediaan uang tunai yang akan digunakan oleh perusahaan untuk kegiatan investasi. Jumlah persediaan uang tunai dalam perusahaan yang tidak mencukupi dapat menyebabkan hilangnya peluang investasi yang menguntungkan bagi perusahaan kecuali perusahaan lebih memilih menggunakan pendanaan eksternal yang dapat menimbulkan biaya tambahan (Ferreira dan Viela, 2004).

Terdapat beberapa *proxy* dalam menghitung IOS yakni *price based proxy*, *investment based proxy* dan *variance based proxy*. Pada penelitian ini IOS dihitung dengan *price based proxy* dengan pengukuran *market to book value of asset* (MBVA), dimana proksi ini digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya jumlah aset yang digunakan oleh perusahaan dalam menjalankan usahanya. Proksi ini dapat menunjukkan besarnya jumlah aset yang digunakan dalam perusahaan dalam menjalankan kinerja perusahaan, dimana salah satu aset tersebut adalah *cash holdings* perusahaan. Berdasarkan penelitian Nyugen (2006) perusahaan dengan prospek IOS yang baik cenderung memiliki *cash holdings* dalam jumlah besar untuk membiayai kegiatan investasinya.

Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya Batez, *et al* (2009) menyatakan bahwa terdapat motif *agency* pada perusahaan dalam memegang *cash*. Motif *agency* berdasarkan penelitian Dittmar dan Smith (2007) dan Pinkowitz, *et al* (2006) yang dikutip dari Batez, *et al* (2009) menunjukkan 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*.

Corporate governance telah diperkenalkan pada berbagai negara dalam rangka meningkatkan perlindungan terhadap hak pemegang saham minoritas, serta bertindak sebagai badan pengawas yang dapat memastikan agar pihak

manajemen tidak bertindak demi memenuhi kepentingannya sendiri. Struktur *corporate governance* yang 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, 2010).

Struktur *corporate governance* meliputi dewan direksi, dewan komisaris, pemegang saham dan pejabat kepentingan lainnya. Berdasarkan penelitian Lee dan Lee (2010) perusahaan dengan komisaris independen yang tinggi serta ukuran dewan komisaris yang kecil cenderung memiliki *cash holding* yang kecil. Hasil penelitian menunjukkan bahwa komisaris independen dapat mengurangi dominasi dari manajerial yang dapat menimbun *cash holdings* untuk memenuhi kepentingannya sendiri dan ukuran dewan komisaris yang kecil dapat meningkatkan keefisienan dalam pengawasan terhadap manajer. Berdasarkan penelitian sebelumnya salah satu struktur dari *corporate governance* yakni kepemilikan institusional juga berperan dalam mengawasi dan mengendalikan pihak manajemen. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Christiana dan Ekawati (2014) yang menunjukkan bahwa tingginya tingkat kepemilikan institusional mengakibatkan tingkat kepemilikan kas akan semakin kecil untuk menghindari *excess cash holding*. Berdasarkan latar belakang tersebut pada penelitian ini *corporate governance structure* yang dipilih adalah ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen dan kepemilikan institusional dengan landasan

bahwa tiap variabel yang dipilih memiliki acuan dari penelitian-penelitian sebelumnya.

Opler, *et al* (1999) menyatakan salah satu variabel yang dapat mempengaruhi *cash holdings* pada perusahaan adalah *cash conversion cycle*. Perputaran kas yang tercermin dari siklus konversi kas tentunya akan mempengaruhi saldo kas pada waktu tertentu. Semakin pendek periode dalam proses perputaran kas maka semakin cepat *cash turnover* yang akan dihasilkan, dan sebaliknya. Semakin cepat *cash turnover* maka perusahaan akan mengurangi saldo kas pada perusahaan, karena *cash turnover* tersebut dapat berperan sebagai medium pembiayaan aktivitas operasional, sedangkan perusahaan yang memiliki siklus konversi kas yang lama umumnya memiliki saldo kas dalam jumlah yang besar. Manajer terdorong menahan kas berdasarkan motif berjaga-jaga akibat periode siklus konversi kas yang cukup lama, yang mengakibatkan sulitnya perusahaan memperoleh kas secara cepat, sehingga jumlah kas yang dipegang oleh suatu perusahaan juga tergantung pada lamanya proses *cash conversion cycle* (William dan Fauzi, 2013).

Sebagian besar penelitian di Indonesia menggunakan *cash holdings* sebagai variabel Independen seperti penelitian Saputra dan Fachrurrozie (2015), Mambraku dan Hadiprajitno (2014). Penelitian mengenai pengaruh *cash conversion cycle* terhadap *cash holdings* telah diteliti di Indonesia seperti penelitian William dan Fauzi (2013) serta Anjum dan Malik (2013) namun kedua penelitian ini memiliki hasil yang berbeda mengenai pengaruh *cash conversion cycle* terhadap *cash holdings*. Sedangkan penelitian mengenai pengaruh IOS dan

corporate governance terhadap *cash holdings* telah banyak dilakukan di luar negeri namun cukup jarang ditemukan di Indonesia. Penelitian di luar negeri mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap *cash holdings* seperti penelitian Rahman dan Muhamad (2013) yang dilakukan di Malaysia dimana terdapat pengaruh positif antara dewan komisaris terhadap tingkat *cash holdings* sedangkan terdapat pengaruh yang negatif pada ukuran dewan komisaris dan CEO *duality*. Penelitian Kuan, *et al* (2012) mengenai *corporate governance* dan *cash holdings* dilakukan di Taiwan periode 1997 - 2009 menunjukkan hubungan yang positif pada pengaruh komisaris independen terhadap *cash holdings* serta hubungan negatif pada ukuran dewan komisaris.

Penelitian mengenai pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *cash holdings* seperti penelitian Nyugen (2006) menunjukkan IOS berpengaruh positif terhadap *cash holdings* dimana peneliti mengukur IOS menggunakan MBVA *proxy* pasar. Sedangkan penelitian Anjum dan Malik (2013) menyatakan IOS tidak berpengaruh terhadap *cash holdings* dengan proksi IOS yang digunakan adalah *sales growth*. Terdapat beberapa penelitian lain yang meneliti pengaruh IOS terhadap *cash holdings* namun penelitian tersebut menggunakan IOS sebagai variabel kontrol atau variabel pemoderasi seperti pada penelitian Belgithar dan Khan (2013) serta penelitian Ferreira dan Viela (2004).

Peluang investasi pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* di Indonesia semakin meningkat hal ini ditandai dengan tingginya harga tanah di beberapa wilayah di Indonesia seperti Jakarta dan Bali. Peningkatan harga tanah terjadi dikarenakan inflasi dan meningkatnya permintaan pada *property* seiring

dengan bertambahnya penduduk. Peningkatan harga *property* di Indonesia terutama terjadi pada periode 2010 – 2013 (bi.go.id). Kenaikan harga tersebut mengakibatkan meningkatnya investor yang tertarik dalam berinvestasi pada sektor *property* baik dari dalam maupun luar negeri. Investasi pada bidang *property* dan *real estate* umumnya menjadi pilihan karena investasi ini bersifat jangka panjang serta investasi pada *property* pada dasarnya menguntungkan terutama pada area perkotaan dengan lahan sempit yang mengakibatkan harga *property* semakin meningkat. Peningkatan peluang investasi pada sektor *property* dan *real estate* dapat mempengaruhi kebijakan *cash holdings* perusahaan, dimana *cash holdings* sebagai salah satu sumber dana internal bagi perusahaan diperlukan dalam pembiayaan investasi perusahaan. Berdasarkan potensi tersebut peneliti menggunakan perusahaan di bursa efek Indonesia (BEI) yang terdaftar dalam sektor *property* dan *real estate* periode 2008-2014.

Topik mengenai *cash holdings* perusahaan masih cukup jarang diteliti di Indonesia. Sebagian besar penelitian di Indonesia menggunakan *cash holdings* sebagai variabel independen seperti penelitian Saputra dan Faschrurrozie (2015) serta penelitian Mambraku dan Hadiprajitno (2014), sehingga penelitian ini bertujuan untuk mengumpulkan data empiris yang menunjukkan kebijakan penggunaan *cash holdings* dalam perusahaan sektor *property* dan *real estate* di Indonesia periode 2008-2014. Penelitian Stafford (2001) menyatakan bahwa meskipun terdapat peningkatan terhadap penggunaan pendanaan eksternal, sumber dana internal masih merupakan sumber dominan bagi pembiayaan perusahaan dan pendanaan investasi.

Investment opportunity set (IOS) merupakan nilai kesempatan investasi dan merupakan pilihan untuk membuat investasi dimasa yang akan datang (Haryeti dan Ekayanti, 2012). Berdasarkan *pecking order theory*, Tingkat *investment opportunity set* yang tinggi akan menciptakan permintaan untuk persediaan uang tunai yang tinggi. Karena jika perusahaan kekurangan uang tunai maka perusahaan tersebut dapat kehilangan peluang investasi yang menguntungkan kecuali jika perusahaan tersebut memilih menggunakan sumber dana eksternal yang dapat menimbulkan biaya tambahan bagi perusahaan (Ferreira dan Viela, 2004). Sehingga berdasarkan latar belakang tersebut diharapkan *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap *cash holdings*.

Terdapat 3 *proxy* dalam mengukur *Investment opportunity set* salah satunya adalah *proxy* berdasarkan harga. *Proxy IOS* berdasarkan harga mengindikasikan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Harga pasar perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham mengindikasikan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan memiliki nilai pasar yang tinggi secara relatif untuk aktiva yang dimiliki oleh perusahaan (*asset in place*) dibandingkan perusahaan yang tidak bertumbuh. Peneliti menggunakan *market to book value of asset (MBVA)* sebagai alat ukur *IOS proxy* harga karena MBVA menghitung dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga sahamnya dimana pasar menilai perusahaan yang sedang bertumbuh memiliki harga saham yang lebih tinggi dari nilai bukunya (Marinda *et al*, 2014).

Salah satu penelitian yang meneliti hubungan IOS berdasarkan proksi harga terhadap *cash holdings* adalah penelitian Nyugen (2006) dengan menggunakan variabel *market to book value of assets* (MBVA) dan peningkatan total penjualan (SGRTH). Hasil menunjukkan bahwa *cash holdings* secara positif berpengaruh terhadap IOS. Penelitian Saddour (2006) juga menunjukkan IOS dengan proksi berdasarkan harga yaitu *Tobins Q* menunjukkan hasil yang positif. Hasil positif ini cenderung lebih kuat pada perusahaan yang bertumbuh dibandingkan pada perusahaan yang sudah dewasa (*mature*). Sedangkan berdasarkan penelitian Anjum dan Malik (2013) IOS yang diproksikan dengan *sales growth* tidak berpengaruh terhadap *cash holdings*. Terdapat beberapa penelitian lain yang meneliti pengaruh IOS terhadap *cash holdings* namun IOS cenderung digunakan sebagai variabel pemoderasi atau variabel *control* seperti penelitian Belgithar dan Kan (2013) serta penelitian Darabi dan Izzy (2014). Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap *cash holdings*.

Berdasarkan penelitian Opler, *et al.* (1999) salah satu faktor yang mempengaruhi *cash holdings* dalam perusahaan adalah kecepatan perusahaan dalam menghasilkan kas yang ditentukan oleh lamanya proses penyelesaian *cash conversion cycle*. Perusahaan tidak terlalu memerlukan kas atau tingkat *cash holdings* akan menurun jika perusahaan tersebut memiliki siklus *cash conversion cycle* yang singkat. Sehingga penelitian ini mengharapkan pengaruh yang positif pada *cash conversion cycle* dan *cash holdings*.

Berdasarkan penelitian Anjum dan Malik (2013) *cash conversion cycle* memiliki pengaruh yang sangat signifikan dengan *cash holdings* dan peningkatan siklus mengarah pada penurunan saldo kas sehingga semakin besar *cash conversion cycle* suatu perusahaan maka perusahaan tersebut akan cenderung memiliki saldo kas yang lebih rendah sebaliknya perusahaan dengan siklus yang lebih kecil akan memiliki saldo kas yang lebih tinggi. Penelitian Yeboah dan Agyei (2012) juga mendapatkan hasil bahwa *cash conversion cycle* memiliki pengaruh yang negatif terhadap *cash holdings* dimana penelitian menyimpulkan *cash conversion cycle* yang singkat dapat meningkatkan *profitabilitas* dan *cash holdings*.

Sedangkan penelitian William (2013) menemukan pengaruh yang signifikan positif antara *cash conversion cycle* dan *cash holdings*, peneliti menyimpulkan bahwa perusahaan dengan siklus konversi yang panjang umumnya memiliki saldo kas dalam jumlah besar dapat diasumsikan bahwa perusahaan memiliki *cash holdings* dalam jumlah besar sebagai motif berjaga-jaga akibat panjangnya siklus konversi kas. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

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

Salah satu struktur *good corporate governance* dalam perusahaan adalah ukuran dewan komisaris yang bertugas untuk melaksanakan fungsi pengawasan terhadap direksi perusahaan. Lee dan Lee (2010) menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan komisaris yang kecil diperkirakan memiliki *cash holding* yang kecil, karena ukuran dewan komisaris yang kecil cenderung lebih efisien

dalam pembuatan keputusan. Sehingga pengawasan serta pengambilan keputusan terhadap tindakan manajemen cenderung lebih efisien, hal ini dapat mengurangi tindakan manajemen yang dapat bertindak sesuai kepentingannya sendiri seperti pemilihan proyek yang tidak memiliki NPV positif. Sehingga diharapkan ukuran dewan komisaris memiliki pengaruh yang positif terhadap *cash holdings*.

Hasil penelitian Kuan, *et al.* (2012) menyatakan ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *cash holdings* dimana perusahaan dengan *cash holdings* kecil yang cenderung memiliki ukuran dewan komisaris yang besar. Sedangkan penelitian Lee dan Lee (2010) mendapatkan hasil pengaruh yang positif dimana perusahaan dengan ukuran dewan komisaris yang kecil cenderung memiliki *cash holdings* yang kecil. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4: Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *cash holding*

Komisaris independen merupakan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dimana komisaris independen diharuskan untuk tidak memiliki hubungan dengan direksi maupun para pemegang saham. Lee dan Lee (2010) menyatakan bahwa perusahaan dengan komisaris independen yang tinggi diperkirakan memiliki *cash holding* yang kecil dimana komisaris independen dapat mengurangi dominasi dari manajerial yang dapat menimbun *cash holdings* untuk memenuhi kepentingannya sendiri sehingga komisaris independen dapat memberikan perlindungan yang lebih baik terhadap *shareholder*. Sehingga pada penelitian ini diharapkan dewan komisaris independen berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*.

Hasil penelitian Harford, *et al* (2008) menunjukkan 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 ukuran perusahaan yang kecil memiliki *cash holding* yang lebih banyak serta tingkat komisaris independen yang rendah. Sedangkan penelitian Rahman dan Muhamad (2013) komisaris independen berpengaruh positif tingkat *cash holdings*. Penelitian Kuan *et al* (2012) juga menunjukkan bahwa komisaris independen berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3: Komisaris independen berpengaruh negatif terhadap *cash holding*

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi atau badan. Kepemilikan institusional dapat mengawasi dan mengendalikan pihak manajemen melalui proses pengawasan secara lebih efektif untuk melindungi kepentingan *shareholders*. Christiana dan Ekawati (2014) menyatakan bahwa transparansi dan kepemilikan institusional saling berhubungan positif sehingga diharapkan dengan tingginya tingkat kepemilikan institusional maka tingkat kepemilikan kas akan semakin kecil untuk menghindari *excess cash holdings*. Sehingga penelitian ini mengharapkan kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap *cash holdings*.

Hasil penelitian Harford, *et al* (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Sedangkan penelitian Christiana dan Ekawati (2014) menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *excess cash holdings*. Penelitian ini

menyimpulkan bahwa transparansi informasi yang diukur melalui kepemilikan institusional dapat menurunkan perilaku manajer melakukan praktik *excess cash holding* yang dapat mengurangi efisiensi perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

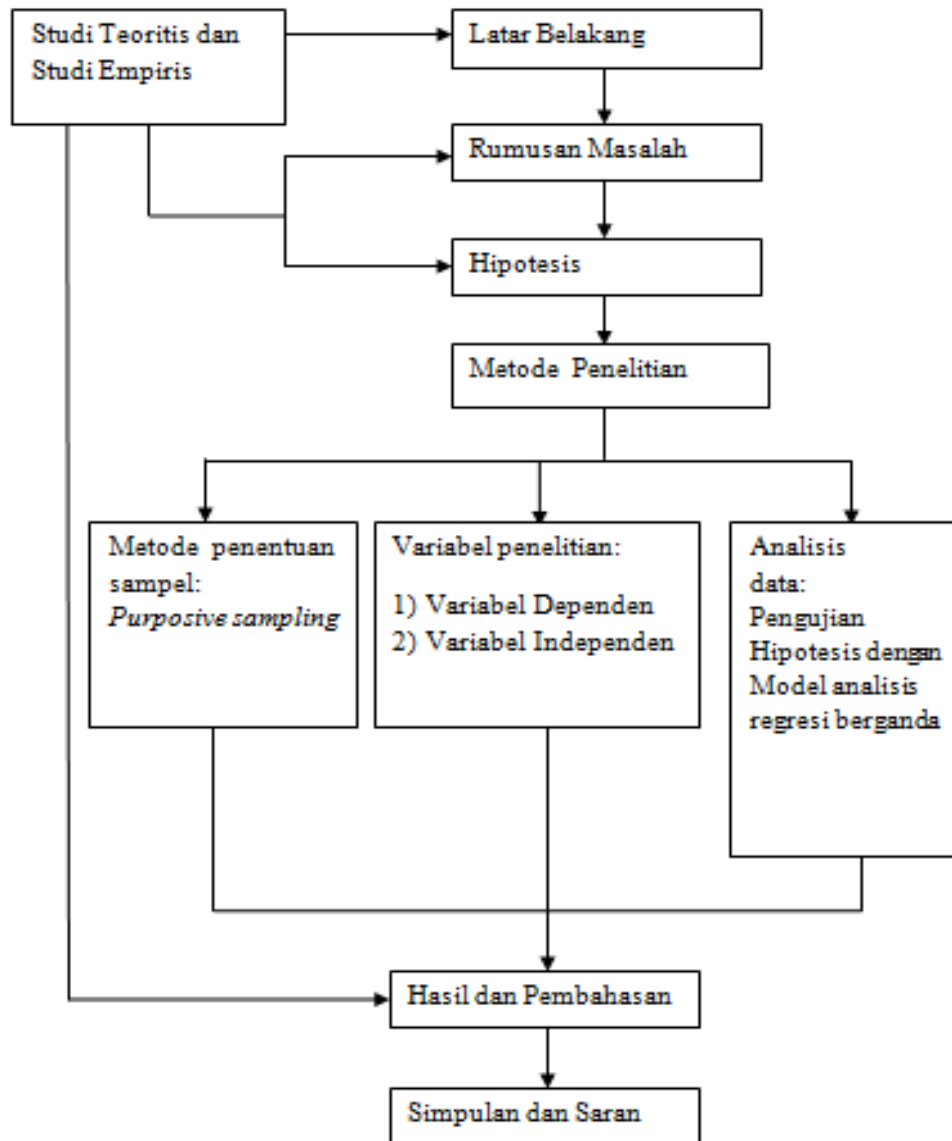
H5: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *cash holding*

METODE PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *investment opportunity set*, *cash conversion cycle* dan struktur *corporate governance* terhadap *cash holdings*. Penelitian ini menggunakan data kuantitatif dan data yang digunakan berupa data sekunder yang diperoleh melalui Bursa Efek Indonesia (BEI). Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah serta hipotesis yang diajukan terdapat 5 variabel independen yang diuji yakni *market to book value of total assets* (MBVA), *cash conversion cycle*, ukuran dewan komisaris, komisaris independen dan kepemilikan institusional dengan variabel dependen adalah *cash holdings*. Pengujian penelitian ini dilakukan dengan analisis regresi linier berganda. Sebelum analisis regresi dilakukan peneliti terlebih dahulu melakukan uji asumsi klasik yang terdiri atas uji normalitas, multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas. Hasil pengujian regresi tersebut akan menjadi dasar dalam penarikan kesimpulan. Rancangan penelitian dapat dilihat pada Gambar 1.

Lokasi penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia, data diperoleh secara sekunder melalui Bursa Efek Indonesia (BEI). Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor industry

property dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2014.



Gambar 1 Rancangan Penelitian

Sumber: data sekunder diolah, (2015)

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI periode 2008-2014 dengan jumlah populasi sebanyak 42 perusahaan. Perusahaan sektor *property* dan *real estate* terdiri atas perusahaan

sub sektor *property* dan *real estate* serta sub sektor konstruksi dan bangunan. Perusahaan sektor *property* dan *real estate* dipilih karena berdasarkan tingginya kenaikan *property* dari tahun ke tahun penguatan terutama terjadi pada tahun 2010-2013 sehingga tingkat peluang investasi dalam sektor ini menguat. Peningkatan peluang investasi ini dapat mempengaruhi kebijakan *cash holdings* perusahaan asebagai salah satu sumber pendanaan perusahaan. Sehingga peneliti dapat meneliti tingkat penggunaan *cash holdings* bagi perusahaan sebagai salah satu media pendanaan internal dalam investasi. Metode pemilihan sampel pada penelitian ini menggunakan teknik *non probability sampling* dengan pendekatan *purposive sampling*.

Tabel 1
Proses Seleksi Sampel Penelitian

No.	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan sektor <i>property</i> dan <i>real estate</i> yang terdaftar di BEI periode 2008-2014	42
2	Perusahaan yang menyajikan laporan keuangan secara berturut-turut periode 2008-2014	39
3	Perusahaan yang memiliki data lengkap dalam laporan keuangan	34
Jumlah sampel perusahaan		34
Total sampel selama periode pengamatan (tujuh tahun)		238

Sumber: www.idx.co.id yang diolah, (2015)

Berdasarkan kriteria tersebut maka diperoleh sampel penelitian sebesar 34 perusahaan dengan total sampel selama periode pengamatan tahun 2008 – 2014 sebesar 238.

Variabel dependen atau variabel terikat merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas (Sugiyono, 2014:97). Variabel dependen dalam penelitian adalah *cash holdings*. *Cash holdings* merupakan salah satu bentuk aset likuid yang berbentuk sejumlah uang

tunai yang dimiliki oleh perusahaan. Satuan untuk variabel *Cash Holdings* didalam penelitian ini dinyatakan dalam persentase (%).

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi suatu yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen (terikat) (Sugiyono, 2014:96). Variabel Independen dalam penelitian ini adalah *MBVA*, *cash conversion cycle*, ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen dan kepemilikan institusional. Rasio *market-to-value of asset* (MBVA) merupakan proksi IOS berdasarkan harga. Proksi ini digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya asset yang digunakan oleh perusahaan dalam menjalankan usahanya (Anugrah, 2012). *Cash conversion cycle* Merupakan lamanya waktu yang diperlukan dalam proses pembelian persediaan oleh perusahaan kepada supplier, proses penagihan hutang oleh perusahaan kepada pembeli dan proses pelunasan hutang oleh perusahaan kepada supplier. Satuan untuk variabel *cash conversion cycle* didalam penelitian ini adalah hari (Brigham dan Houston, 2011:261). Ukuran dewan komisaris merupakan jumlah anggota dewan komisaris perusahaan. Dewan komisaris bertanggung jawab dan berwenang mengawasi tindakan manajemen, dan memberikan nasehat kepada manajemen jika dipandang perlu oleh dewan komisaris.

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, 2013).

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi atau badan. Kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan rasio antara jumlah lembar saham yang dimiliki oleh institusi terhadap jumlah lembar saham perusahaan yang beredar secara keseluruhan (Wiranata dan Nugrahanti, 2013).

Penelitian ini menguji hipotesis asosiasif yakni hipotesis mengenai dugaan terhadap ada tidaknya hubungan secara signifikan antara dua variabel atau lebih (Sugiyono, 2014:243). Sehingga penelitian ini menguji hipotesis dengan pengujian regresi linier berganda sebagai berikut:

$$CASH_{i,t} = \alpha + \beta_1 MBVA + \beta_2 Cycle + \beta_3 BOARDSIZE + \beta_4 BOARDINDP + \beta_5 INT + e$$

Keterangan:

CASH _{i,t}	= <i>Cash Holdings</i> (%) pada perusahaan ke -t tahun ke -i
α	= <i>Intercept</i>
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$	= Koefisien regresi
MBVA	= <i>Market-to-book value of asset</i>
<i>Cycle</i>	= <i>Cash conversion cycle</i> (hari)
BOARDINDP	= Proporsi komisaris independen (%)
BOARDSIZE	= Ukuran dewan komisaris
INT	= Kepemilikan institusional
e	= <i>Error term</i>

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan metode *purposive sampling* diperoleh sampel sebanyak 34 perusahaan dengan total sampel selama periode pengamatan sebesar 238 perusahaan tahun 2008 – 2014. Namun data tidak lulus uji normalitas sehingga perlu dilakukan data *outlier* sehingga total sampel yang diuji menjadi 23

perusahaan dengan total sampel selama periode pengamatan sebesar 161 perusahaan.

Berikut merupakan hasil uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas yang disajikan dalam Tabel 2 di bawah ini:

Tabel 2.
Hasil Uji Asumsi Klasik

Variabel	Uji Asumsi Klasik				Heteroskedastisitas Signifikansi
	Normalitas Sig. 2 Tailed	Autokorelasi Durbin Watson	Multikolinieritas Tolerance	VIF	
(Constant)					0,000
Market-to-book value of asset			0,917	1,090	0,127
Cash Conversion Cycle	0,115	1,985	0,930	1,076	0,855
Ukuran Komisaris			0,334	2,992	0,086
Komisaris Independen			0,301	3,320	0,897
Kepemilikan Intitutional			0,72	1,378	0,169

Sumber: Data sekunder diolah, (2015)

Model penelitian telah memenuhi asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinieritas, dan uji heteroskedastisitas yang berarti bahwa model layak digunakan untuk memprediksi.

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda untuk menguji pengaruh *cash holdings* terhadap *Investment opportunity set* (IOS), *cash conversion cycle* (CCC) dan struktur *corporate governance* pada perusahaan *property* dan *real estate* periode 2008-2014. Hasil pengolahan data spss dapat dilihat pada tabel 1.

$$\text{CASH}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{MBVA} + \beta_3 \text{BOARDSIZE} + e$$

$$\text{CASH}_{i,t} = -0,057388 + 0,047874 \text{MBVA} + 0,013965 \text{BOARDSIZE} + 0,029550$$

Tabel 3.
Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Model	Unstandarized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-0,057388	0,029550		-1,942	0,054
Market-to-book value of Asset	0,047874	0,007722	0,444	6,200	0,000
Cash Conversion Cycle	0,000002	0,000003	0,033	0,469	0,639
Ukuran Komisaris	0,013965	0,005182	0,320	2,695	0,008
Komisaris Independen	0,001347	0,008697	0,019	0,155	0,877
Kepemilikan Intitutional	0,025492	0,025716	0,080	0,91	0,323

Sumber: Data sekunder diolah, (2015)

Nilai konstanta sebesar -0,057388 menyatakan bahwa jika variabel independen IOS, CCC dan struktur *corporate governance* sama dengan konstan atau nol maka rata-rata *cash holdings* sebesar -0,057388. Nilai koefisien regresi *market to book value of asset* (MBVA) sebesar 0,047874 yang menyatakan bahwa apabila terjadi kenaikan sebesar satu persen dari MBVA akan menyebabkan kenaikan pada *cash holdings* sebesar 0,047874 rupiah, dengan asumsi variabel lainnya dianggap konstan atau nol. Nilai koefisien regresi ukuran dewan komisaris sebesar 0,013965 menyatakan bahwa apabila terjadi penambahan sebesar satu orang dari ukuran dewan komisaris akan menyebabkan kenaikan pada *cash holdings* sebesar 0,013965 rupiah, dengan asumsi variabel lainnya dianggap konstan atau nol.

Hipotesis 1 (H1) menguji pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *cash holding* yang diukur melalui *market to book value of assets* (MBVA). Hipotesis menyatakan MBVA berpengaruh secara positif terhadap *cash holdings*. Hasil pada tabel 3 menunjukkan nilai *signifikansi* MBVA sebesar 0,000 yang memiliki nilai lebih kecil dari *alpha* (0,05) maka hipotesis diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa IOS berpengaruh terhadap jumlah *cash*

holdings dan nilai koefisien beta sebesar 0,047874 yang bernilai positif mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh positif antara IOS terhadap *cash holdings*.

Hipotesis 2 (H2) menguji pengaruh CCC terhadap *cash holding*. Hipotesis menyatakan CCC berpengaruh secara positif terhadap *cash holdings*. Hasil pada tabel 3 menunjukkan nilai *signifikansi* CCC sebesar 0,639 yang memiliki nilai lebih tinggi dari *alpha* (0,05) maka hipotesis ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa CCC tidak memiliki pengaruh terhadap jumlah *cash holdings*.

Hipotesis 3 (H3) menguji pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap *cash holding*. Hipotesis menyatakan ukuran dewan komisaris berpengaruh secara positif terhadap *cash holdings*. Hasil pada tabel 3 menunjukkan nilai *signifikansi* ukuran dewan komisaris sebesar 0,008 yang memiliki nilai lebih kecil dari *alpha* (0,05) maka hipotesis diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap jumlah *cash holdings* dan nilai koefisien beta sebesar 0,013965 yang bernilai positif mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh positif antara ukuran dewan komisaris terhadap *cash holdings*.

Hipotesis 4 (H4) menguji pengaruh komisaris independen terhadap *cash holding*. Hipotesis menyatakan komisaris independen berpengaruh secara negatif terhadap *cash holdings*. Hasil regresi linear berganda menunjukkan nilai *signifikansi* komisaris independen sebesar 0,877 yang memiliki nilai lebih besar dari *alpha* (0,05) maka hipotesis ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa komisaris independen tidak mempengaruhi jumlah *cash holdings*.

Hipotesis 5 (H5) menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap *cash holding*. Hipotesis menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh secara positif terhadap *cash holdings*. Hasil pada tabel 3 menunjukkan nilai *signifikansi* kepemilikan institusional sebesar 0,323 yang memiliki nilai lebih besar dari *alpha* (0,05) maka hipotesis ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap jumlah *cash holdings*.

Hipotesis pertama (H1) menyatakan bahwa *Investment opportunity set* (IOS) berpengaruh secara positif terhadap *cash holdings*. Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis 1 diterima dimana variabel IOS yang diukur melalui *market to book value of assets* (MBVA) berpengaruh positif terhadap *cash holding*. Sehingga hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat IOS maka perusahaan akan meningkatkan *cash holdings* sebagai salah satu sumber dana internal .

Hasil analisis membuktikan bahwa IOS berpengaruh terhadap *cash holdings*. Hasil penemuan ini konsisten dengan hasil penelitian Nyugen (2006) dan penelitian Mikkelson dan Partch (2003) yang meneliti pengaruh hubungan IOS dengan menggunakan variabel MBVA serta penelitian saddour (2006) dan penelitian Saputra dan Fachrurrozie (2015) yang menggunakan pengukuran IOS dengan proksi lain. Sehingga berdasarkan hasil pengujian hipotesis penelitian ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa tingkat IOS yang tinggi akan menciptakan permintaan untuk persediaan uang tunai yang tinggi (Ferreira dan Viela, 2004). Perusahaan pada sektor *property* dan *real estate* di BEI periode 2008-2014 cenderung menahan *cash holdings* agar perusahaan tersebut

tidak mengalami kekurangan uang tunai. Jika perusahaan mengalami kekurangan kas maka perusahaan tersebut dapat kehilangan peluang investasi yang memiliki potensi menguntungkan kecuali jika perusahaan tersebut memilih menggunakan sumber dana eksternal yang dapat menimbulkan biaya tambahan bagi perusahaan.

Hasil menunjukkan bahwa variabel *cash conversion cycle* (CCC) tidak berpengaruh terhadap *cash holdings*, sehingga hipotesis kedua (H2) ditolak. Hasil ini berlawanan dengan hasil penelitian Anjum dan Malik (2013), Yeboah dan Agyei (2012) serta penelitian Zulhilmi (2015) yang menunjukkan bahwa CCC mempengaruhi jumlah *cash holdings* perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa kebijakan *cash holdings* perusahaan *property* dan *real estate* di Indonesia tidak terpengaruh atas lamanya waktu CCC.

Berdasarkan penelitian William dan Fauzi (2013) terdapat hubungan negatif antara *cash holdings* dan periode konversi kas dimana semakin singkat periode konversi kas maka nilai *cash holdings* akan menurun dimana manajer akan mendapatkan uang tunai dari pengumpulan piutang. CCC dapat bertindak sebagai sumber pendanaan internal namun hasil menunjukkan *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap lamanya CCC pada perusahaan *property* dan *real estate* di Indonesia periode 2008-2014. Berdasarkan analisis data, nilai CCC yang didapatkan negatif dikarenakan lamanya periode pelunasan hutang yang menunjukkan besarnya penggunaan hutang pada perusahaan pada sektor *property* dan *real estate*. Hasil analisis data tersebut menunjukkan bahwa perusahaan pada sektor *property* dan *real estate* lebih banyak menggunakan sumber pendanaan eksternal yakni hutang untuk kegiatan operasional perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis regresi berganda hipotesis ketiga (H3) diterima, dimana hipotesis menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Lee dan Lee (2010) dan penelitian Harford, *et al* (2008) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan komisaris yang kecil diperkirakan memiliki *cash holding* yang kecil, karena ukuran dewan komisaris yang kecil cenderung lebih efisien dalam pengawasan dan pembuatan keputusan.

Menurut Bapebam no V.A.3 kep-479/BL/2009 menyatakan bahwa jumlah anggota dewan komisaris minimal sebanyak dua orang. Berdasarkan analisis data jumlah anggota komisaris minimal sebanyak 2 orang yang memenuhi persyaratan Jumlah ukuran dewan komisaris yang kecil memudahkan pengawasan serta mempercepat pengambilan keputusan, sehingga dewan komisaris dapat bertindak cepat dan lebih mudah dalam mengawasi tindakan manajemen yang dapat bertindak sesuai kepentingannya sendiri seperti pemilihan proyek yang tidak memiliki NPV positif. Ukuran dewan komisaris terdiri atas komisaris internal dan komisaris eksternal, sehingga komisaris *internal* memiliki otorisasi dibandingkan komisaris independen dalam mengawasi serta mengontrol kebijakan manajer perusahaan sehingga memudahkan pengawasan

Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda variabel komisaris independen tidak berpengaruh terhadap *cash holdings* maka hipotesis keempat (H4) ditolak. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Harford, *et al* (2008), Rahman dan Muhamad (2013) serta penelitian Kuan et al (2012) yang menunjukkan variabel komisaris independen berpengaruh terhadap

cash holdings perusahaan. Komisaris independen merupakan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dimana berbeda dengan komisaris yang berasal dari dalam perusahaan, komisaris independen diharuskan untuk tidak memiliki hubungan dengan direksi maupun para pemegang saham. Komisaris independen harus menjaga jarak terhadap perusahaan agar mampu bertindak tanpa adanya pengaruh dari dalam perusahaan.

Penelitian ini membangun hipotesis dengan dasar pernyataan Lee dan Lee (2010) serta penelitian Rahman dan Muhammad (2013) yang menunjukkan bahwa komisaris independen dapat mengurangi dominasi dari manajerial yang dapat menimbun *cash holdings* untuk memenuhi kepentingannya sendiri serta meningkatkannya pengawasan pada manajer sehingga komisaris independen dapat memberikan perlindungan yang lebih baik terhadap *shareholder*. 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.

Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda hipotesis kelima (H5) ditolak dimana variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *cash holdings*. Hasil ini bertentangan dengan pernyataan penelitian Christiana dan

Ekawati (2014) dan Harford et al (2008) yang menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka tingkat kepemilikan kas akan semakin kecil dimana tingkat kepemilikan institusional yang tinggi mengindikasikan tingginya transparansi dan tingkat pengawasan terhadap manajer yang dapat mengurangi perilaku manajer dalam melakukan praktik *excess cash holding* yang dapat mengurangi efisiensi perusahaan.

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi atau badan yang dapat bertindak sebagai pengawas pihak manajemen dalam perusahaan. Tingginya tingkat kepemilikan institusional diasosiasikan dengan tingginya transparansi dan pengawasan terhadap perusahaan, Namun hasil menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *cash holdings*. Hasil ini sesuai dengan penelitian Ozkan dan Ozkan (2002) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional pada perusahaan di UK tidak mempengaruhi *cash holdings*, dimana kepemilikan institusional dalam pengawasannya bersifat pasif yang mengakibatkan kurangnya pengawasan dan kedisiplinan pada manajer. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional pada perusahaan sektor *property* dan *real estate* di Indonesia juga bersifat pasif dalam pengawasannya sehingga kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang sedikit pada manajer dalam kebijakan *cash holdings* perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan perumusan masalah, tujuan penelitian, landasan teori, hipotesis dan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* yang diukur oleh *market to book*

value of assets (MBVA) berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *investment opportunity set* yang tinggi akan meningkatkan permintaan untuk persediaan uang tunai yang tinggi pula. Perusahaan memilih *cash holdings* sebagai sumber dana internal sebagai motif berjaga-jaga pada saat munculnya tingkat investasi yang menguntungkan. *Cash conversion cycle* tidak mempengaruhi jumlah besarnya *cash holdings* perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa lamanya periode konversi kas tidak mempengaruhi jumlah besarnya *cash holdings* perusahaan. Sehingga perusahaan memiliki alternatif untuk sumber dana internal atau perusahaan dapat memilih sumber dana eksternal.

Corporate governance structure yang terdiri dari ukuran dewan komisaris, komisaris independen dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara keseluruhan dimana ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Hal ini menunjukkan semakin kecil jumlah ukuran dewan komisaris maka semakin efisien pengawasan pada manajemen yang ditunjukkan dengan menurunnya jumlah *cash holdings* pada perusahaan. Namun komisaris independen dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap jumlah besarnya *cash holdings*. Hasil ini menunjukkan komisaris independen dan kepemilikan institusional tidak terlibat langsung dalam kegiatan internal perusahaan seperti kebijakan manajemen kas serta terdapat asimetris informasi yang mengakibatkan pengawasan *corporate governance* tidak berjalan secara efektif.

Berdasarkan hasil tersebut maka dapat disarankan struktur *corporate governance* pada perusahaan bidang *property* dan *real estate* di Indonesia terutama komisaris independen dan kepemilikan institusional sebaiknya melakukan pengawasan secara lebih mendalam. Penelitian selanjutnya dianjurkan dapat menggunakan sektor industry lain sebagai sampel penelitian serta diharapkan dapat menganalisis faktor makro perusahaan yang dapat mempengaruhi besarnya jumlah *cash holdings* perusahaan.

REFERENSI

- Anugrah, Anthi Dwi Putriani. 2012. Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Return Saham Perusahaan Sektor Manufaktur. Available at: <http://publication.gunadarma.ac.id/handle/123456789/1983>.
- Anjum, Sara dan Qaisar Ali Malik. 2013. Determinants of Corporate Liquidity - An Analysis of Cash Holdings. *IOSR Journal of Business and Management*, Vol. 7, No. 2, pg: 94-100.
- 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?. *The Journal Of Finance*, Vol. 64, No. 5, pg:1985-2021.
- Christiana, Yessica Tria dan Ekawati, Ernia. 2014. Excess Cash Holdings dan Kepemilikan Institusional pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Manajemen Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*, Vol. 8, No. 1, pg: 1-103.
- Darabi, Reza Tehrani Roya dan Izy, Sara. 2014. The Relation between Stock Liquidity & Cash Holdings in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 5, No. 2. pg: 277-284.
- Dittmar, Amy dan Jan Mahrt-Smith. 2007. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, No. 3, pg: 599-634.
- Ferreira, Miguel A. dan Antonio S. Vilela. 2004. Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, pg: 295-319.

- 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.
- Haryeti dan Ekayanti, Ririn Araj. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Investment Opportunity Set dan Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan LQ-45 yang Terdaftar di BEI, *Jurnal Ekonomi*. Vol. 20, No 3. Availabel at: ejournal.unri.ac.id/index.php/JE/article/view/1171.
- 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-S1059056012000342-main.pdf>
- Lee, Kin Wai dan Lee, Cheng Few. 2010. Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1536481.
- Mambraku, Milka Erika dan Hadiprajitno, P. Basuki. 2014. Pengaruh Cash Holdings dan Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Income Smoothing (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012). *Diponegoro Journal Of Accounting*. Vol.3, No. 2, pg: 1-9.
- Mikkelson, Wayne H dan Partch, M Megan. Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol, 38. No,2. pg: 275-294.
- Myers, Stewart C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, pg: 147-175.
- Nyugen, Pascal. 2006. How Sensitive are Japanese Firm To Earning Risk? Evidence From Cash Holdings. Available at:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=889502.
- Opler, Tim et al. 1999. The determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*. Available at:<http://fisher.osu.edu/supplements/10/10402/Determinants-cash-holdings.pdf>.
- Pinkowitz, Lee., Stulz, Rene dan Williamson, Rohan. 2006. Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *The Journal Of Finance*, Vol. 61, No. 6, pg: 2725-2751.

- 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>.
- Saddour, Khaoula. 2006. The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French firms. Available at: http://www.dauphine.fr/cereg/cahiers_rech/cereg200606.pdf.
- Sartono, Agus R. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- Saputra, Hendy Guntur dan Fachrurrozie. 2015. Determinan Nilai Perusahaan Sektor Property, Real Estate & Building Construction di BEI. *Accounting Analysis Journal*. Vol 4, No 2. Available at: http://journal.unnes.ac.id/artikel_sju/aaj/7848
- Stafford, Erik. 2001. Managing Financial Policy: Evidence from the Financing of Major Investments. Available at: <http://www.people.hbs.edu/estafford/papers/finpol.pdf>.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Manajemen*. Bandung: Alfabeta
- 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
- William dan Fauzi, Syarief. 2013. Analisis Pengaruh Growth Opportunity, Net Working Capital dan Cash Conversion Cycle Terhadap Cash Holdings Perusahaan Sektor Pertambangan. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*. Vol. 1, No. 2, pg: 72-90.
- Wiranata, Yulius Ardy dan Nugrahanti, Yeterina Widi. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 15.,No. 1, pg: 15-26.
- Zulhilmi, Marfuah Ardan. 2015. Pengaruh Growth Opportunity, Networking Capital, Cash Conversion Cycle dan Leverage Terhadap Cash Holding Perusahaan. Available at: <http://jurnal.fe.uad.ac.id/maret-2015-vol-5-no-1/>.