

**PENGARUH EXCESS CASH HOLDINGS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN  
DENGAN KESEMPATAN INVESTASI SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI:  
STUDI PADA BEI TAHUN 2000-2014**

*Oleh :*

**Nindytia Puspitasari Dalimunthe**

*(Dosen Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Lampung)*

[nindytia.puspitasari@feb.unila.ac.id](mailto:nindytia.puspitasari@feb.unila.ac.id)

**ABSTRAK**

Penelitian ini menguji pengaruh *excess cash holdings* terhadap nilai perusahaan dengan variabel moderasi yaitu kesempatan investasi pada perusahaan non-keuangan di Bursa Efek Indonesia. *Excess cash holdings* di estimasi dengan menggunakan data perusahaan nonkeuangan dari tahun 2000 – 2014. Peneliti menguji pengaruh *excess cash holdings* terhadap abnormal return sebagai proksi dari nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan hubungan yang negative antara excess cash holdings dan nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa *excess cash holdings* menyebabkan masalah keagenan pada perusahaan. Namun, ketika perusahaan memiliki kesempatan investasi tinggi masalah yang dihadapi perusahaan lebih dikarenakan masalah asimetris informasi.

**Keywords:** Teori Keagenan, *Excess Cash Holdings*, Kesempatan Investasi, Asimetris Informasi, Nilai Perusahaan.

**THE INFLUENCE OF EXCESS CASH HOLDINGS TOWARDS CORPORATE  
VALUE WITH INVESTMENT OPPORTUNITIES AS MODERATING  
VARIABLES STUDY ON BEI 2000-2014**

*By :*

**Nindytia Puspitasari Dalimunthe**

**(Lecturer in Economics and Business Faculty of Lampung University)**

[nindytia.puspitasari@feb.unila.ac.id](mailto:nindytia.puspitasari@feb.unila.ac.id)

**ABSTRACT**

This study examines the effect of excess cash holdings on firm value with moderated variables, namely investment opportunities in non-financial companies on the Indonesia Stock Exchange. Excess cash holdings are estimated using non-financial company data from 2000 - 2014. Researcher assess excess cash holdings for abnormal returns as a proxy of firm value. Evaluation results show a negative relationship between cash excess and firm value. This means that excess cash ownership causes agency problems in the company. However, compilation companies have larger investment problems related to companies related to asymmetric information problems.

**Keywords:** Agency Theory, Excess Cash, Investment Opportunities, Asymmetric Information, Firm Value.

## PENDAHULUAN

Hasil penelitian terdahulu menunjukkan rata-rata tingkat kas yang ditahan perusahaan seperti di Amerika tahun 2006 sebesar 23.2% (Bates et.al., 2009), di lima negara ASEAN (Malaysia, Filipina, Indonesia, Singapura dan Thailand) dari tahun 2001-2005 sebesar 12% (Lee dan Lee, 2009 dalam Hendrawaty, 2015). Sementara itu, penelitian Hendrawaty (2015) menunjukkan rata-rata kas perusahaan di Indonesia sebesar 9,8% - 13,1% selama tahun 2000 – 2011. Namun, yang menjadi permasalahan dalam penelitian mengenai *cash holdings* bukan terletak pada besar kecilnya kas yang dimiliki tetapi apakah kas yang ditahan perusahaan berlebihan atau tidak (Hendrawaty, 2015). Maka, penelitian mengenai *cash holdings* memfokuskan isu pada apakah kas yang ditahan perusahaan berlebihan atau tidak yang kemudian disebut sebagai *excess cash holdings* (Lee dan Powell, 2011; Hendrawaty, 2015).

Kas merupakan aset yang paling likuid sehingga memberikan fleksibilitas bagi perusahaan untuk melaksanakan kegiatan operasi dan juga berinvestasi. Perusahaan yang memaksimalkan kekayaan pemegang saham akan menahan kas yang sebanding antara manfaat dan biaya. Menahan kas berlebih dapat menimbulkan biaya yaitu terkait tingkat pengembalian yang rendah dan juga biaya keagenan (Opler et.al., 1999)..

Jika perusahaan mempunyai tujuan sejalan dengan pemegang saham maka seharusnya perusahaan menahan kas sesuai dengan tingkat optimalnya. Opler et.al (1999) meneliti determinan kas perusahaan untuk menentukan tingkat kas optimal yang diturunkan dari teori *trade-off* dan *pecking order*. Kemudian, dari determinan tersebut dapat dideteksi perusahaan yang menahan kas berlebih. Kas berlebih atau *excess cash holdings* didefinisikan sebagai kelebihan kas yang tidak lagi berhubungan dengan kegiatan investasi dan operasi, yang mudah untuk disalahgunakan oleh pihak perusahaan dan dialokasikan secara tidak efisien (Frésard dan Salva, 2010). Attig et.al. (2011) mendefinisikan *excess cash* sebagai cadangan kas yang melebihi tingkat kebutuhan perusahaan dalam pendanaan kegiatan operasi dan juga pendanaan kegiatan investasi yang menguntungkan. Lee dan Powell (2011) menemukan masalah keagenan pada perusahaan yang menahan kas berlebih. Namun, Mikkelson dan Partch (2003) tidak menemukan masalah keagenan yang ditimbulkan dari adanya *excess cash holdings*. Penelitian ini berfokus pada pengaruh *excess cash holdings* terhadap nilai perusahaan yang dapat menyebabkan masalah keagenan.

Perusahaan menahan kas untuk mengantisipasi kebutuhan dana untuk beroperasi dan juga kebutuhan investasi di masa depan. Ketika perusahaan menahan kas yang besar perusahaan tidak perlu khawatir akan kekurangan dana dan tidak perlu mendapatkan pendanaan eksternal mengingat pendanaan eksternal terlalu mahal (Myers dan Majluf, 1984). Apabila perusahaan mempunyai kesempatan investasi yang menguntungkan, kas dapat membantu perusahaan untuk berinvestasi sehingga tidak perlu melewatkan kesempatan tersebut (Chen et.al., 2012).

Bates et.al. (2009) menemukan bahwa *cash holdings* berhubungan positif dengan kesempatan investasi yang artinya perusahaan menahan kas untuk kesempatan investasi yang akan ditemuinya. Ozkan dan Ozkan (2004) juga menemukan hasil yang sama bahwa *cash holdings* berhubungan positif dengan pertumbuhan perusahaan dan berhubungan negatif dengan utang

bank. Masalah keagenan yang diakibatkan oleh *excess cash holdings* akan melemah atau tidak berdampak buruk pada perusahaan jika perusahaan memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan. Degryse dan Jong (2006) menemukan adanya asimetris informasi pada perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi yang menyebabkan perusahaan menahan kas. Maka, pada perusahaan yang memiliki kesempatan investasi dan menahan kas, masalah yang dihadapi lebih dikarenakan adanya asimetris informasi sehingga masalah keagenan akan lebih lemah pengaruhnya.

Penelitian ini menggunakan dasar teori keagenan untuk membangun dasar penelitian dan juga hipotesis penelitian. Penelitian ini menggunakan satu variabel sebagai proksi dari nilai perusahaan yaitu abnormal return. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *excess cash* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hendrawaty (2015) menemukan bahwa perusahaan yang menahan kas berlebih akan mengalami masalah keagenan dan temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Hendrawaty (2015), Chen et.al. (2012). Namun, perusahaan yang memiliki kesempatan investasi tinggi mengalami masalah keagenan yang lebih lemah.

Paper ini disusun sebagai berikut. Bagian dua menjelaskan teori dan pengembangan hipotesis dengan menggunakan dasar teori keagenan. Bagian tiga menyajikan hasil dan pembahasan. Bab empat menjelaskan simpulan penelitian dan keterbatasan penelitian.

## TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### 2.1 Determinan *cash holdings*

Determinan *cash holdings* dapat diturunkan dari teori *trade-off*, teori *pecking order*, dan teori keagenan. Teori *trade-off* menyatakan bahwa ada manfaat dan biaya dari menahan kas sehingga perusahaan yang bertujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham harus menahan tingkat kas yang sebanding antara manfaat dan juga biaya. Teori *pecking order* menyatakan bahwa adanya penurunan leverage seiring dengan peningkatan kas atau pendanaan internal perusahaan. Teori keagenan dapat menjelaskan mengapa pihak manajer perusahaan menahan kas dari batas optimal yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan operasi dan berinvestasi (Opler et.al., 1999).

*Cash holdings* dihitung dengan menggunakan rumus kas dan setara kas ditambah *marketable securities* dibagi dengan total aset.

**Pertumbuhan perusahaan (growth).** Perusahaan yang sedang tumbuh akan mengalami masalah asimetris informasi lebih tinggi sehingga sulit mendapatkan pendanaan eksternal. Maka, perusahaan yang sedang tumbuh akan menahan kas lebih tinggi (Opler et.al., 1999; Ozkan dan Ozkan, 2004; Simutin, 2010; Lee dan Powell, 2011). Pertumbuhan perusahaan diprosikan dengan  $\text{total aset}_t - \text{total aset}_{t-1} / \text{total aset}_{t-1}$ .

**Ukuran perusahaan (size).** Perusahaan kecil memiliki kesulitan untuk mendapatkan pendanaan eksternal sehingga akan menahan kas lebih besar (Al-Najjar, 2013; Simutin 2010;

Hall et.al., 2013). Namun, ada juga yang berpendapat bahwa perusahaan besar menghasilkan arus kas yang lebih besar pula. Maka, perusahaan besar akan menahan kas lebih tinggi sehingga terjadi hubungan positif (Lee dan Powell, 2011). Penelitian ini menggunakan periode penelitian selama 12 tahun maka GDP deflator digunakan untuk mengontrol inflasi. Ukuran menggunakan ukuran perusahaan riil yaitu  $\ln(\text{total aset}/\text{GDP Deflator})$ .

**Leverage (lev).** Perusahaan yang menggunakan pendanaan internal, maka akan terjadi penurunan pada leverage perusahaan (Opler et.al., 1999). Leverage diproksikan dengan total utang dibagi dengan total aset.

**Cash flow (CF).** Perusahaan dengan profitabilitas tinggi menghasilkan arus kas yang tinggi sehingga perusahaan tidak perlu menahan kas dalam jumlah yang besar. Namun, ketika arus kas operasi perusahaan tinggi, perusahaan akan menggunakan arus kas tersebut untuk berinvestasi, untuk membayar utang yang sudah jatuh tempo, untuk membayar dividen, dan akhirnya akan mengakumulasi kas. Maka di sisi lain, *cash holdings* akan meningkat seiring dengan tingkat arus kas (Ozkan dan Ozkan, 2004; Lee dan Powell, 2011). Cash flow dihitung dengan rumus arus kas operasi/total aset.

**Tingkat investasi (capex).** Perusahaan yang memiliki tingkat investasi yang tinggi dapat meningkatkan kapasitas utang sehingga akan menurunkan permintaan terhadap kas. Perusahaan akan mengakumulasi kas untuk mendanai investasi, maka *cash holdings* akan menurun seiring dengan tingkat investasi (Soddour, 2006). Tingkat investasi dapat diukur dengan perbandingan antara *capital expenditure* terhadap total aset.

**Kesulitan keuangan (distress).** Perusahaan yang sedang kesulitan keuangan sulit untuk mendapatkan pendanaan melalui utang karena akan menambah risiko kebangkrutan. Perusahaan dalam kondisi tersebut juga mengurangi biaya terkait R&D untuk mendapatkan kas. Perusahaan yang sedang kesulitan keuangan akan menahan kas yang lebih tinggi (Saddour, 2006). Namun, ada juga yang memprediksi bahwa perusahaan yang dalam kesulitan keuangan akan menahan kas lebih sedikit. Proksi kesulitan keuangan menggunakan rumus  $\text{TIER} = \text{EBIT} / \text{biaya bunga}$ . Distress merupakan variabel dummy dengan nilai 1 jika  $\text{distress} = 1$ , jika  $\text{TIER} < 1$ , dan sebaliknya.

**Volatilitas (volatility).** Volatilitas arus kas akan membuat perusahaan sulit untuk membayar kewajiban jatuh tempo karena perusahaan akan kekurangan aset likuid. Perusahaan dengan volatilitas arus kas yang tinggi diprediksi akan menahan kas dalam jumlah yang besar (Opler et.al., 1999; Lee dan Powell, 2011). Volatilitas dihitung dengan rumus standar deviasi arus kas operasi perusahaan selama 3 tahun.

**Aset lancar (NWC).** Aset lancar merupakan substitusi dari kas, sehingga perusahaan yang memiliki aset lancar dalam jumlah banyak akan menahan kas dalam jumlah yang sedikit. Biaya untuk mengkonversi aset lancar menjadi tidak terlalu mahal (Simutin, 2010; Saddour, 2006). Aset lancar diproksikan oleh *net working capital* yaitu ( $\text{aset lancar} - \text{utang lancar} - \text{cash holdings}$ ) dibagi dengan total aset.

**Dividen (div).** Perusahaan akan menjaga pembayaran dividennya agar tidak mengalami penurunan. Untuk menjaga tingkat pembayaran dividen maka perusahaan akan menahan kas dalam jumlah yang besar (Saddour, 2006; Al-Najjar, 2013). Namun, ada yang berpendapat jika perusahaan kekurangan aset likuid/kas perusahaan dapat memotong pembayaran dividen, mengurangi investasi. Maka, akan ada hubungan negatif antara dividen dan *cash holdings* (Opler et.al., 1999). Dividen merupakan variabel dummy jika perusahaan membayar dividen diberi nilai 1, dan sebaliknya.

## **2.2 Teori dan Pengembangan Hipotesis**

### ***Excess cash holdings* dan nilai perusahaan**

Perusahaan atau pihak manajer yang bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham seharusnya menahan kas dalam jumlah yang optimal (Opler et.al., 1999). Jika perusahaan menahan kas berlebih dari jumlah yang dibutuhkan untuk beroperasi dan berinvestasi hal ini akan menimbulkan masalah. Masalah ini merujuk pada masalah keagenan yaitu adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer terkait dengan kas yang dimiliki perusahaan (Jensen,1986). Perbedaan kepentingan ini muncul ketika pemegang saham lebih memilih kas yang ada pada perusahaan untuk dibagikan sebagai dividen tetapi pihak manajer lebih senang untuk menahan kas tersebut di dalam perusahaan dan tidak didistribusikan kepada pemegang saham (Opler et.al., 1999).

Pihak manajer perusahaan akan mencari cara untuk menghabiskan kas yang dimiliki perusahaan dengan berinvestasi pada proyek yang mempunyai NPV negatif (Harford, 1999). Sehingga hal ini akan dinilai sebagai sesuatu yang buruk oleh pemegang saham, yang berakibat pada penurunan nilai perusahaan (Hendrawaty,2015). Perusahaan dengan kas berlebih sering melakukan akuisisi yang dapat menurunkan nilai perusahaan (Harford,1999). Kas yang berlebih yang ditahan didalam perusahaan disebut sebagai *excess cash*.

Fresard dan Salva (2010) mendefinisikan *excess cash* sebagai kelebihan kas yang tidak lagi berhubungan dengan kegiatan investasi dan operasi, yang mana kas tersebut mudah untuk disalahgunakan atau digunakan secara tidak efisien. Attig et.al. (2011) *excess cash* didefinisikan sebagai cadangan kas yang melebihi tingkat kebutuhan perusahaan dalam mendanai kegiatan operasi dan mendanai kegiatan investasi yang menguntungkan. Hendrawaty (2015) meneliti mengenai pengaruh *excess cash holdings* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan di Indonesia. Hasilnya menunjukkan bahwa adanya dampak negatif dari *excess cash* yang dimiliki perusahaan terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan *abnormal return*. Ini berarti bahwa jika perusahaan menahan kas dari batas yang seharusnya, investor akan menilai perusahaan lebih rendah. Berdasarkan tinjauan teori dan hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis 1 dinyatakan sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>:** *Excess cash holdings* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

### ***Excess cash holdings*, kesempatan investasi, dan nilai perusahaan**

Jika kas yang dimiliki perusahaan cukup untuk melakukan kegiatan investasi, maka perusahaan tidak perlu untuk melikuidasi aset yang dimilikinya untuk membiayai investasi tersebut (Myers dan Majluf, 1984). Kas merupakan sumber pendanaan yang bisa didapat perusahaan dari laba ditahan atau pendanaan internal. Ketika kas yang dimiliki perusahaan

tidak cukup untuk membiayai investasi, maka perusahaan dapat menggunakan pendanaan eksternal yaitu utang dan ekuitas (Myers dan Majluf, 1984). Namun, adanya pasar modal yang tidak sempurna sebagai akibat dari adanya asimetris informasi membuat perusahaan sulit untuk mendapatkan nilai yang tepat dari ekuitas yang dimiliki. Sehingga, perusahaan lebih memilih untuk menahan kas sebagai bentuk berjaga-jaga.

Masalah keagenan yang diakibatkan oleh *excess cash holdings* akan melemah atau tidak berdampak buruk pada perusahaan jika perusahaan memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan atau tinggi. Hal ini sesuai dengan temuan Bates et.al. (2009) bahwa perusahaan menahan kas untuk kesempatan investasi yang akan dihadapi perusahaan sebagai bentukantisipasi. Degryse dan Jong (2006) menemukan adanya informasi asimetris pada perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi yang menyebabkan perusahaan menahan kas. Berdasarkan tinjauan teori dan hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis 2 dinyatakan sebagai berikut:

**H<sub>2</sub>:** pengaruh negatif *excess cash holdings* terhadap nilai perusahaan akan melemah pada perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi.

## METODE PENELITIAN

### 3.1 Data dan Sampel

Sumber data yang akan digunakan dalam penelitian ini berasal dari *yahoo finance*, *bloomberg database*, *osiris database*, dan laporan tahunan yang diterbitkan oleh emiten tahun 2000-2014. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan bukan merupakan perusahaan yang termasuk ke dalam sektor keuangan. Sektor keuangan (kode 8) memiliki regulasi yang berbeda dan jika dimasukkan akan menimbulkan bias pada hasil penelitian. Perusahaan dikelompokkan menurut kategori industri berdasarkan *Jakarta Stock Industrial Classification* (JASICA) dan perusahaan maksimal melakukan IPO tahun 2011.

### 3.2 Variabel Penelitian

Regresi terhadap determinan yang mempengaruhi *cash holdings* perusahaan dilakukan dengan menggunakan metoda fixed effect dan *generalized least square* (GLS). Penelitian ini menggunakan model statis dan dinamis untuk mengestimasi *excess cash*. *Excess cash holdings* didapatkan dari residual determinan *cash holdings* pada persamaan (1). Residual yang bertanda positif menandakan bahwa perusahaan menahan kas melebihi batas optimal yang telah diprediksi oleh persamaan determinan *cash holdings* (Opler et.al., 1999; Hendrawaty, 2015). Metode yang digunakan untuk menguji seluruh hipotesis penelitian adalah GLS. Model untuk mengestimasi *cash holdings* normal perusahaan sebagai berikut:

$$\text{Cashhold}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Growth}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Distress}_{i,t} + \beta_4 \text{Volatility}_{i,t} + \beta_5 \text{CF}_{i,t} + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} + \beta_7 \text{Div}_{i,t} + \beta_8 \text{Capex}_{i,t} + \beta_9 \text{NWC}_{i,t} + \gamma_{i,t} + e_{i,t} \dots \quad (1)$$

Variabel *excess cash holdings* merupakan variabel utama penelitian didapatkan dari residual positif persamaan 1 diatas. Penelitian ini menggunakan 2 variabel dependen yaitu abnormal return. Definisi operasional variabel dapat dilihat pada *appendix A*.

## HASIL DAN DISKUSI

Tabel 1 menyajikan deskriptif statistik variabel determinan *cash holdings* (Panel A) dan variabel yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian (Panel B). Rata-rata perusahaan yang menjadi sampel penelitian menahan kas sebesar 10,71% dari total asetnya. Hasil ini sesuai dengan penelitian Hendrawaty (2015) yang menemukan bahwa rata-rata kas perusahaan di Indonesia periode 2000-2011 berkisar antara 9,8% - 13,1%.

Tabel 2 menyajikan hasil regresi determinan *cash holdings* model statis dan dinamis. Growth bertanda positif yang berarti perusahaan yang sedang tumbuh lebih mengalami asimetris informasi (Saddour, 2006; Simutin, 2010; Lee dan Powel, 2011; Ozkan dan Ozkan, 2004; Hendrawaty, 2015). Size bertanda negatif berarti perusahaan kecil lebih mengalami masalah asimetris informasi (Saddour, 2006) namun, hubungan positif menandakan bahwa perusahaan besar dapat menghasilkan arus kas lebih banyak sehingga mempunyai laba lebih banyak dan menahan kas lebih banyak pula (Lee dan Powell, 2011). Perusahaan yang memiliki *cash flow* yang tinggi akan menahan kas yang lebih tinggi pula, hasil ini sesuai dengan penemuan dari Hendrawaty (2015) dan Shah (2011). Variabel leverage bertanda negatif jika perusahaan kekurangan kas maka perusahaan dapat menggunakan utang untuk mendapatkan kas yang dapat digunakan untuk melakukan aktivitas perusahaan (Lee dan Powell, 2011). Variabel tingkat investasi (Capex) bertanda negatif, ini menunjukkan bahwa kebutuhan investasi yang meningkat akan menurunkan tingkat kas yang dimiliki oleh perusahaan (Hendrawaty, 2015). Volatility bertanda positif berarti perusahaan yang memiliki volatilitas tinggi akan kesulitan untuk memenuhi kewajibannya sehingga akan menahan kas lebih tinggi untuk mengantisipasinya (Opler et.al., 1999; Lee dan Powell, 2011).

Variabel NWC merupakan substitusi dari kas (Hendrawaty, 2015). Perusahaan berusaha untuk menjaga pembayaran dividennya, maka menahan kas yang lebih tinggi pula (Hendrawaty, 2015). Variabel distress atau kesulitan keuangan tidak berpengaruh pada penelitian ini. Variabel *excess cash holdings* didapatkan dari residual positif model dinamis *fixed effect* industri dan GLS.

**Tabel 1 Deskriptif Statistik**

<b>Panel A: Determinan Cash Holdings</b>					
Variabel	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
Cashhold	2627	0,107157	0,111081	0,0000	0,891731
Growth	2627	0,202058	0,573215	-0,84975	9,689131
Size	2627	8,758079	1,60099	3,516864	12,93753
Lev	2627	0,521068	0,208654	0,005806	0,999038
CF	2627	0,076141	0,100698	-1,05913	1,479558
Capex	2627	0,05733	0,066762	0,0000	0,603001
Volatility	2627	0,066224	0,068799	0,000795	0,961691
Distress	2627	0,224972	0,417643	0,0000	1,000
NWC	2627	0,048201	0,200229	-0,88505	0,887882
Div	2627	0,470879	0,499246	0,000	1,000
<b>Panel B: Variabel Hipotesis</b>					
Excash	558	0,047239	0,054626	7,43E-05	0,569616
Dummy_Q	558	0,5	0,500449	0	1
Size	558	8,861775	1,5417	4,888487	12,5245
ROA	558	4,167442	2,803101	0,0234	9,9465
Capex	558	0,06108	0,072102	0	0,444016

Tabel 1 menyajikan deskriptif statistik dari variabel yang akan digunakan untuk mengestimasi *cash holdings* yang diprediksi berdasarkan model penelitian. CASHHOLD=(kas dan setara kas+surat utang jangka pendek)/total aset. SIZE=ln(total aset/GDP deflator). GROWTH=(total aset<sub>t</sub>-total aset<sub>t-1</sub>)/total aset<sub>t-1</sub>. CF=(penjualan bersih+depresiasi)/total aset. DISTRESS=variabel dummy, nilai 1 jika TIER<1, nilai 0 jika TIER>=1. TIER dihitung dengan rumus *earning before interest and tax* (EBIT) dibagi dengan biaya bunga. DIV= variabel dummy, jika perusahaan membayar dividen (DPS) diberi nilai 1, nilai 0 sebaliknya. LEV=total utang/total aset. NWC=(aset lancar-utang lancar-*cash holdings*)/total aset. CAPEX= capital expenditure/total aset. VOLATILITY= standar deviasi dari arus kas operasi perusahaan selama 3 tahun terakhir. *Excess cash holdings* (EXCASH) merupakan residual yang bernilai positif yang didapatkan dari estimasi cash holdings normal. EXCASH= *Cash holdings*<sub>Saktual</sub> – *cash holdings*<sub>prediksi</sub>. Tobin's Q =*market value of the firm asset/book value of the firm asset*.. Kesempatan investasi tinggi merupakan variabel dummy jika tobin's Q (DUMMY\_Q) berada di atas median, nilai 0 jika sebaliknya. ROA= pendapatan bersih/total aset.

Tabel 3 menyajikan hasil regresi pengaruh *excess cash holdings* terhadap nilai perusahaan dengan variabel pemoderasi kesempatan investasi. Koefisien *excess cash holdings* (Excash) bertanda negatif signifikan pada level 1% pada model dengan variabel dependen EVA dan abnormal return. Kedua koefisien bertanda negatif dan signifikan pada level 1%. Maka, hipotesis 1 terdukung dan *robust*.

**Tabel 2**  
**Regresi Determinan *Cash Holdings***

Panel A: Model Statis				Panel B: Model Dinamis			
Variables	fixed-panel	fixed-panel ind	GLS	Variables	fixed-panel	fixed-panel ind	GLS
Growth	0,0166*** (0,00506)	0,0126* (0,0061)	0,0177*** (0,00274)	Growth	0,0163*** (0,00589)	0,0112* (0,00526)	0,0144*** (0,00219)
Size	-0,0164*** (0,00627)	0,00416** (0,00149)	0,00289*** (0,000809)	Size	-0,0151*** (0,00554)	0,000163 (0,00121)	0,000256 (0,000455)
CF	0,108*** (0,0249)	0,116*** (0,0289)	0,0888*** (0,0151)	CF	0,0884*** (0,0241)	0,0676*** (0,0178)	0,0329*** (0,00814)
Lev	-0,138*** (0,0226)	-0,173*** (0,0112)	-0,127*** (0,00649)	Lev	-0,109*** (0,0234)	-0,0602*** (0,00964)	-0,0287*** (0,00409)
Capex	-0,198*** (0,0339)	-0,233*** (0,0297)	-0,170*** (0,0190)	Capex	-0,235*** (0,0374)	-0,231*** (0,0338)	-0,139*** (0,0121)
Volatility	0,0566 (0,0465)	0,0811* (0,0375)	0,0659*** (0,0191)	Volatility	0,0303 (0,0565)	0,0174 (0,0529)	-0,00666 (0,0133)
NWC	-0,126*** (0,0231)	-0,121*** (0,00955)	-0,0905*** (0,00673)	NWC	-0,114*** (0,0267)	-0,0724*** (0,00821)	-0,0415*** (0,00425)
Div	0,0272*** (0,00563)	0,0479*** (0,00364)	0,0463*** (0,00254)	Div	0,0210*** (0,00481)	0,0170*** (0,00327)	0,0130*** (0,00151)
Distress	-0,000542 (0,0056)	0,00222 (0,00462)	-0,00568* (0,00299)	Distress	-0,00269 (0,00515)	0,00114 (0,00386)	-0,00266 (0,00176)
Constant	0,312*** (0,0584)	0,168*** (0,0141)	0,114*** (0,00809)	Lag_ch	0,378*** (0,052)	0,705*** (0,035)	0,756*** (0,00687)
				Constant	0,253*** (0,0534)	0,0685*** (0,0108)	0,0598*** (0,0095)
Wald Chi-sq	12,85***		1312,20***		23,65***		19904,60***
Adj R-sq	0,1324	0,227			0,2676	0,6315	
Industri FE	Tidak	Ya	Tidak		Tidak	Ya	Tidak

Tabel 2 menyajikan hasil regresi determinan *cash holdings* untuk memperoleh *excess cash holdings* yang diprediksi berdasarkan model penelitian. Lag\_ch merupakan lag variabel dependen cashhold. CASHHOLD=(kas dan setara kas+surat utang jangka pendek)/total aset. SIZE=ln(total aset/GDP deflator). GROWTH=(total aset<sub>t</sub>-total aset<sub>t-1</sub>)/total aset<sub>t-1</sub>. CF=(penjualan bersih+depresiasi)/total aset. DISTRESS=variabel dummy, nilai 1 jika TIER<1, nilai 0 jika TIER>=1. TIER dihitung dengan rumus *earning before interest and tax* (EBIT) dibagi dengan biaya bunga. DIV= variabel dummy, jika perusahaan membayar dividen (DPS) diberi nilai 1, nilai 0 sebaliknya. LEV=total utang/total aset. NWC=(aset lancar-utang lancar-cash holdings)/total aset. CAPEX= capital expenditure/total aset. VOLATILITY= standar deviasi dari arus kas operasi perusahaan selama 3 tahun terakhir. *Robust* standar error berada dalam tanda kurung, signifikan pada level \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Tabel 3**  
**Panel A : Variabel Dependen Abnormal Return**

	GLS			
	(1)	(2)	(1)	(2)
Excash	-0,977*** (0,0522)	-1,320*** (0,222)	-1,004*** (0,0473)	-1,360*** (0,197)
Dummy_Q		0,177*** (0,0215)		0,187*** (0,0176)
Excash_Q		1,272*** (0,408)		1,212*** (0,318)
Size ( $\beta_2$ )	0,0216*** (0,00253)	0,0123*** (0,00375)	0,00339* (0,00199)	-0,00623* (0,00354)
Capex ( $\beta_3$ )	-0,357*** (0,0378)	-0,639*** (0,0755)	-0,330*** (0,0691)	-0,431*** (0,0829)
ROA ( $\beta_4$ )	0,0326*** (0,00157)	0,0239*** (0,00303)	0,0429*** (0,00117)	0,0322*** (0,00248)
Constant	-0,284*** (0,0164)	-0,252*** (0,0422)	-0,170*** (0,0206)	-0,130*** (0,0316)
Obs	559	559	608	608

Tabel 3 menyajikan hasil regresi hipotesis 1, hipotesis 2. Tobin's Q= *market value of equity/book value of asset*. Kesempatan investasi (DUMMY\_Q) tinggi merupakan variabel dummy jika tobin's Q berada di atas median, nilai 0 jika sebaliknya. Abnormal return (AR) merupakan return sesungguhnya dikurangi retron yang diekspektasikan oleh investor. Return ekspektasian menggunakan model *market adjusted model*,  $E(R_{i,t}) = \ln(IHSG_t / IHSG_{t-1})$ . *Excess cash holdings* (EXCASH) merupakan residual yang bernilai positif yang didapatkan dari estimasi *cash holdings* normal menggunakan model dinamis *fixed effect* industri (Fixed-Ind) dan GLS. EXCASH= *Cash holdings*<sub>aktual</sub> - *cash holdings*<sub>prediksi</sub>. SIZE merupakan proksi untuk ukuran perusahaan dan pada penelitian ini menggunakan size riil. SIZE=ln(total aset/ GDP deflator). ROA= pendapatan bersih/total aset. CAPEX= *capital expenditure*/total aset. *Robust* standar error disajikan di dalam tanda kurung. Signifikan pada level \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Perusahaan yang menahan kas berlebih namun memiliki kesempatan investasi tinggi maka memiliki masalah keagenan yang lebih rendah. Hal tersebut ditunjukkan dari hasil interaksi Excash\_Q yang bernilai positif (model 2) baik menggunakan variabel dependen EVA maupun abnormal return. Maka, hipotesis 2 penelitian terdukung dan *robust*.

## PEMBAHASAN

Panel A pada tabel 3 menyajikan hasil pengujian hipotesis dengan masing-masing menggunakan abnormal return sebagai proksi nilai perusahaan. Model (1) menunjukkan koefisien yang negatif dan signifikan pada level 1%. Teori keagenan arus kas bebas (*free cash*

*flow*) menyatakan bahwa kas merupakan aset yang paling likuid namun kas pula merupakan aset yang paling mudah untuk disalahgunakan untuk kepentingan pribadi yang dapat berdampak buruk bagi perusahaan (Jensen, 1986). Kas mudah diinvestasikan pada proyek yang memiliki tingkat pengembalian yang rendah atau negatif, sehingga para pemegang saham akan dirugikan dari tindakan tersebut (Harford, 1999). Hal ini menunjukkan bahwa kas digunakan secara tidak efisien yang dapat berakibat pada penurunan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Lee dan Powell (2011), Chen et.al., (2012), Hendrawaty (2015) yang juga menemukan masalah keagenan yang disebabkan adanya *excess cash holdings*.

Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi tinggi dapat dikategorikan sebagai perusahaan yang sedang tumbuh atau berkembang (Shah, 2011). Perusahaan yang sedang tumbuh dan yang memiliki kesempatan investasi tinggi memerlukan dana untuk membiayai investasi tersebut. Perusahaan yang sedang tumbuh mengalami asimetris informasi yang tinggi sehingga sulit untuk mendapatkan pendanaan eksternal untuk membiayai kesempatan investasi yang tersedia (Myers dan Majluf, 1984). Maka, perusahaan lebih memilih untuk mendanai secara internal dengan menahan tingkat kas yang tinggi. Ketika terdapat kesempatan investasi yang tinggi, masalah keagenan yang disebabkan dengan adanya kas berlebih akan menjadi lemah karena kas tersebut akan digunakan untuk berinvestasi. Sehingga, hipotesis 2 penelitian ini didukung. Hasil penelitian ini mendukung penelitian terdahulu seperti Degryse dan Jong (2006) dan Bates et.al. (2009).

## KESIMPULAN

Penelitian ini menguji pengaruh *excess cash holdings* terhadap nilai perusahaan dengan mempertimbangkan peran dari kesempatan investasi, grup bisnis, dan utang pada perusahaan di Indonesia periode 2003-2014. Pertama, hasil penelitian menunjukkan bahwa *excess cash holdings* menyebabkan masalah keagenan pada perusahaan (Lee dan Powell, 2011; Hendrawaty, 2015). Sehingga, adanya penurunan pada nilai perusahaan yang menahan kas berlebih. Kedua, pengaruh negatif *excess cash holdings* terhadap nilai perusahaan melemah dengan adanya kesempatan investasi tinggi. Ketika perusahaan memiliki kesempatan investasi tinggi masalah yang dihadapi perusahaan lebih dikarenakan masalah asimetris informasi (Degryse dan Jong, 2006).

Penelitian hanya menggunakan metode *fixed effect* dan GLS untuk mengestimasi tingkat *cash holdings* normal. Penelitian selanjutnya akan lebih baik jika menggunakan metode estimasi *Two-stage Least Square* (2SLS) dan *Generalized Method of Moment* (GMM). Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menguji masalah *overinvestment* (Simutin, 2010) pengaruhnya terhadap perusahaan yang menahan kas berlebih akan berinvestasi lebih atau tidak.

## Appendix A

Nama Variabel	Rumus	Jenis Variabel
Abnormal Return (AR)	$Abnormal\ return_{i,t} = R_{i,t} - E(R)_{i,t}$	Variabel Dependen
	Keterangan: $\alpha_{i,t}$ = abnormal return $R_{i,t}$ = return individu saham $E(R_{i,t})$ adalah return yang diharapkan dihitung dengan menggunakan model <i>market-adjusted</i> . Rumusnya: $E(R_{i,t}) = \ln(IHSG_t / IHSG_{t-1})$	
<i>Excess cash holdings</i>	Keterangan: $E(R_{i,t})$ = Return yang diekspektasikan IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan $Excess\ cash$ didapatkan dari residual positif determinan <i>cash holdings</i> pada persamaan (1). $Excash = Cash\ holdings_{aktual} - cash\ holdings_{prediksi}$	Variabel Independen
Tobin's Q	$Q = \frac{Cash\ holdings_{aktual} - cash\ holdings_{prediksi}}{\frac{market\ value\ of\ the\ firm\ assets}{book\ value\ of\ the\ firm\ assets}}$ Kesempatan investasi menggunakan variabel dummy, jika perusahaan memiliki Q tinggi diberi nilai 1, dan sebaliknya.	Variabel Moderasi
Size	Size = logaritma natural dari total aset riil	Variabel Kontrol
Return on Assets (ROA)	$ROA = \frac{pendapatan\ bersih}{total\ aset} \times 100\%$	Variabel Kontrol
Capital expenditure	$Capex = \frac{capital\ expenditure}{total\ aset}$	Variabel Kontrol

## DAFTAR PUSTAKA

- Attig, N. S. El Ghouli, Guedhami, O. and Rizeanu, S . 2011. "The governance role of multiple large shareholders: evidence from the valuation of cash holdings." *Journal of Management and Governance*: 1-33.
- Bates, T. W., K. M. Kahle. dan R.M. Stulz. 2009. "Why do US firms hold so much more *cash* than they used to?" *The Journal of Finance* 64(5): 1985-2021.
- Chen, YR , Cheng, CS Agnes dan Huang, Yu Lin . 2012. "Value of Cash Holdings : the Impact of Cash from Operating, *Investment and Financing Activities*." SSRN.
- Chung, Kee H., Wright, Peter., and Charoenwong, Charlie. 1998. "Investment Opportunities and Market Reaction to Capital Expenditure Decisions". *Journal of Banking and Finance*. 22: 41-60.
- Degryse, Hans., and Jong, Abe de. 2006. "Investment and Internal Finance: Asymmetric Information or Managerial Discretion?". *International Journal of Industrial Organization*. 24: 125-147.
- Frésard, L. dan C. Salva . 2010. "The value of excess *cash* and corporate governance: Evidence from US cross-listings." *Journal of Financial Economics* 98(2): 359-384.

- Hall, Thomas. Mateus, Cesario. And Mateus, Irina Bezhentseva. 2014. "What determines cash holdings at privately held and publicly traded firms? Evidence from 20 emerging markets". *International Review of Financial Analysis* (33), 104-116.
- Harford, Jarrad. 1999. "Corporate Cash Reserves and Acquisitions". *The Journal of Finance*. Vol LIV, No.6.
- Hendrawaty, Ernie. 2015. "Peran *Corporate Governance* dalam Mengendalikan Masalah Keagenan yang ditimbulkan oleh *Excess Cash Holdings*". Disertasi Program Magister dan Doktor Universitas Gadjah Mada Yogyakarta. (tidak dipublikasikan)
- Jensen, M. 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review* 76(2).
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, dan A Shleifer (1999). "Corporate Ownership Around the World." *The Journal of Finance* 54(2).
- Lee, Edward. and Powell, Ronan. 2011. "Excess Cash Holdings and Shareholdings Value". *Accounting and Finance*: 51: 549–574.
- Mikkelson, W. H. dan M. M. Partch (2003). "Do persistent large cash reserves hinder performance?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(2): 275-294.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf . 1984. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have." *Journal of Financial Economics* 13(2): 187-221.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R Stulz., and R. Williamson. 1999. "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings". *Journal of Financial Economics* 52(1): 3-46.
- Ozkan, A. dan N. Ozkan (2004). "Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies." *Journal of Banking dan Finance* 28(9): 2103-2134.
- San martin-Reyna, Juan M., and Duran-Enclada, Jorge A. 2013. "Ownership Structure, Firm Value, and Investment Opportunity Set: Evidence from Mexican Firms". *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation (JEMI)*. Volume 8, Issue 3:35-57
- Saddour, Khaoula. 2006. "The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French firms". Universite Paris Dauphine.
- Shah, A. (2011). "The corporate cash holdings: Determinants and implications". *African Journal of Business Management* 5(34): 12939-12950.
- Simutin, M. 2010. "Excess Cash and Stock Returns". *Financial Management* 39(3): 1197-1222.