

EXCESS CASH DALAM PERSPEKTIF TEORI KEAGENAN

Puji syukur Buku Referensi yang berjudul "Excess Cash dalam Perspektif Teori Keagenan" telah berhasil disusun oleh penulis. Perspektif baru dalam aliran riset cash holdings yang menempatkan keputusan alokasi sumber daya kas sebagai suatu keputusan yang strategis mendorong penulis untuk menulis riset terkait cash holdings untuk memberikan kontribusi bagi riset-riset keuangan.

AURA
ANUGRAH UTAMA RAHARJA

 Aura-Publishing
 @Aura_Publishing
 www.aura-publishing.com

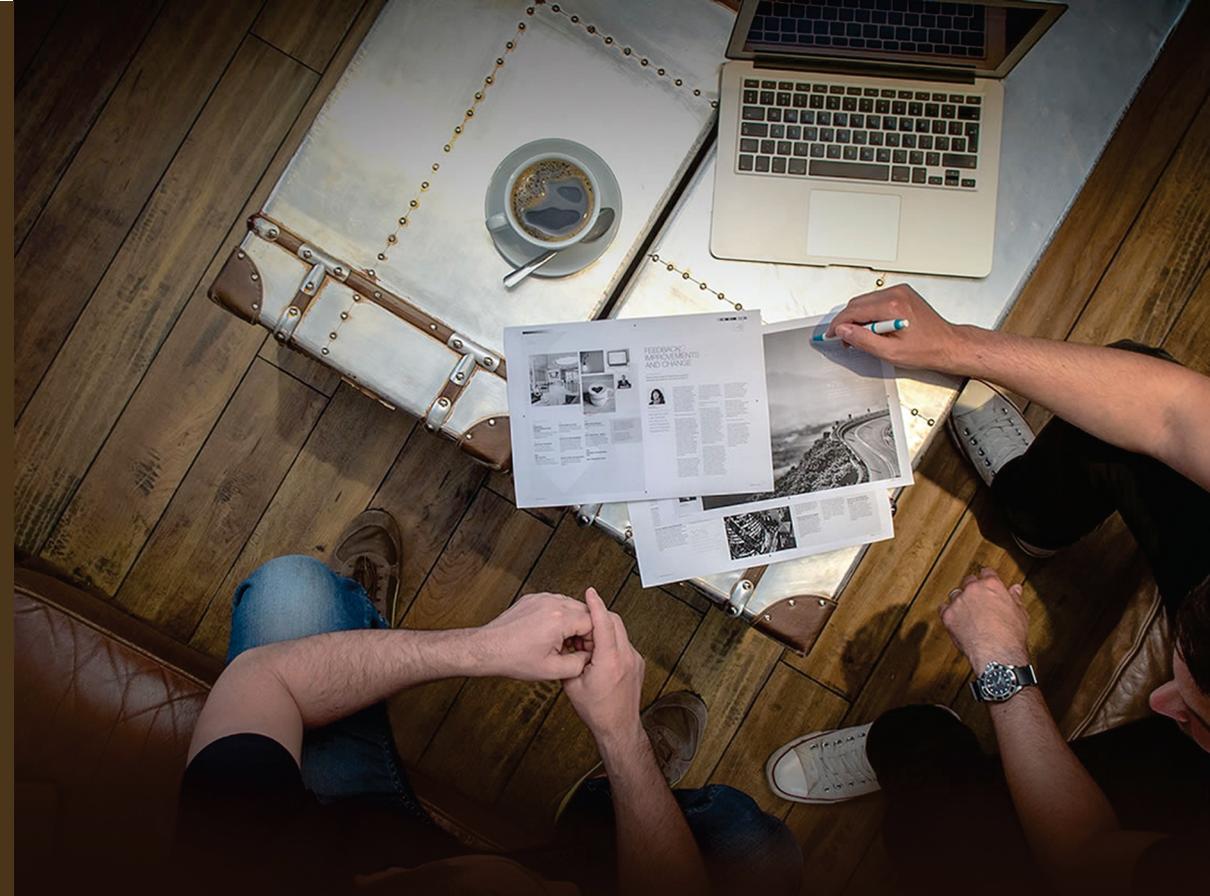


EXCESS CASH DALAM PERSPEKTIF
TEORI KEAGENAN

ERNIE HENDRAWATY

EXCESS CASH DALAM PERSPEKTIF TEORI KEAGENAN

Ernie Hendrawaty



EXCESS CASH
DALAM
PERSPEKTIF
TEORI KEAGENAN

Hak cipta pada penulis
Hak penerbitan pada penerbit
Tidak boleh diproduksi sebagian atau seluruhnya dalam bentuk apapun
Tanpa izin tertulis dari pengarang dan/atau penerbit

Kutipan Pasal 72 :

Sanksi pelanggaran Undang-undang Hak Cipta (UU No. 10 Tahun 2012)

1. Barang siapa dengan sengaja dan tanpa hak melakukan perbuatan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 2 ayat (1) atau Pasal (49) ayat (1) dan ayat (2) dipidana dengan pidana penjara masing-masing paling singkat 1 (satu) bulan dan/atau denda paling sedikit Rp. 1.000.000,00 (satu juta rupiah), atau pidana penjara paling lama 7 (tujuh) tahun dan atau denda paling banyak Rp. 5.000.000.000,00 (lima miliar rupiah)
2. Barang siapa dengan sengaja menyiarkan, memamerkan, mengedarkan, atau menjual kepada umum suatu Ciptaan atau hasil barang hasil pelanggaran Hak Cipta atau Hak Terkait sebagaimana dimaksud ayat (1) dipidana dengan pidana penjara paling lama 5 (lima) tahun dan/atau denda paling banyak Rp. 500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah)

EXCESS CASH
DALAM
PERSPEKTIF
TEORI KEAGENAN

Ernie Hendrawaty

AURA
ANUGRAH UTAMA RAHARJA

Perpustakaan Nasional RI:
Katalog Dalam Terbitan (KDT)

**EXCESS CASH DALAM PERSPEKTIF
TEORI KEAGENAN**

Penulis:

Ernie Hendrawaty

Desain Cover & Layout

Team Aura Creative

Penerbit

AURA

CV. Anugrah Utama Raharja

Anggota IKAPI

No.003/LPU/2013

viii + 100 hal : 15,5 x 23 cm

Cetakan, November 2017

ISBN: 978-602-5636-06-6

Alamat

Jl. Prof. Dr. Soemantri Brojonegoro, Komplek Unila

Gedongmeneng Bandar Lampung

HP. 081281430268

E-mail : redaksiaura@gmail.com

Website : www.aura-publishing.com

Hak Cipta dilindungi Undang-undang

Kata Pengantar

Puji syukur Buku Referensi yang berjudul “*Excess Cash dalam Perspektif Teori Keagenan*” telah berhasil disusun oleh penulis. Perspektif baru dalam aliran riset cash holdings yang menempatkan keputusan alokasi sumber daya kas sebagai suatu keputusan yang strategis mendorong penulis untuk menulis riset terkait cash holdings untuk memberikan kontribusi bagi riset-riset keuangan.

Penulis berharap bahwa buku ini dapat digunakan sebagai rujukan mahasiswa untuk menguasai pembahasan mengenai topik-topik keuangan, khususnya teori keagenan dan *cash holdings* serta metoda dan riset-riset empirisnya.

Bandar Lampung 15 November 2017

Dr. Ernie Hendrawaty, SE, MSi

DAFTAR ISI

Prakata.....	i
Daftar Isi.....	ii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Isu/Rumusan Masalah.....	1
1.2 Tujuan Penelitian	7
1.3 Motivasi Penelitian	7
1.4 Keaslian Penelitian	9
1.5 <i>Overview</i> Temuan	10
1.6 Sistematika Buku	13
BAB II KONSEP CASH	14
BAB III TEORI KEAGENAN	27
BAB IV PENGEMBANGAN HIPOTESIS DAN KERANGKA KONSEPTUAL PENELITIAN	32
BAB V METODE PENELITIAN	41
5.1 Data dan Sampel Penelitian	41
5.1.1 Data	41
5.1.2 Sampel penelitian.....	41
5.2 Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel Penelitian	44
5.3 Model Statistis Penelitian	54
BAB VI DESKRIPSI STATISTIK SAMPEL DAN VARIABEL PENELITIAN	56
6.1. Deskripsi Statistik Sampel.....	56
6.2. Deskripsi Statistik Variabel Penelitian.....	57

BAB VII HASIL TEMUAN EMPIRISN PENGARUH EXCESS CASH TERHADAP NILAI PERUSAHAAN	63
7.1 Model regresi	63
BAB VIII HASIL TEMUAN EMPIRISN EFEK TIDAK TERKENDALA PENDAAN DALAM MEMPERLUAT PENGARUH NEGARIF EXCESS CASH TERHADAP NILAI PERUSAHAAN	66
8.1 Model regresi.....	66
BAB IX HASIL TEMUAN EMPIRIS EFEK KEPEMILIKAN SANGAT TERKONSENTRASI DALAM MEMPERKUAT PENGARUH NEGATIF EXCESS CASH TERHADAP NILAI PERUSAHAAN	70
9.1 Model regresi.....	70
BAB X HASIL TEMUAN EMPIRIS EFEK KEPEMILIKAN SANGAT TERKONSENTRASI DALAM MEMPERKUAT PENGARUH NEGATIF EXCESS CASH TERHADAP NILAI PERUSAHAAN	74
10.1 Model regresi	74
BAB XI HASIL TEMUAN EMPIRIS EFEK KESULITAN KEUANGAN DALAM MEMPERKUAT PENGARUH NEGATIF EXCESS CASH TERHADAP NILAI PERUSAHAAN.....	78
11.1 Model regresi	78
BAB XII RINGKASAN HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS PENELITIAN.....	82

BAB XIII PEMBAHASAN	84
BAB XIV IMPLIKASI PENELITIAN.....	88
BAB XV KETERBATASAN DAN SARAN.....	90
DAFTAR PUSTAKA	92

PENDAHULUAN

1.1 Isu

Cash dalam pandangan yang baru memiliki nilai strategis dan penting bagi perusahaan (Powell dan Baker, 2010) karena keputusan seberapa banyak menahan *cash* dapat memengaruhi nilai perusahaan. Manajemen selaku agen dari pemegang saham harus mengalokasikan *cash* berdasarkan pada prinsip bahwa *cash* tersebut dapat memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (*shareholder's wealth*), dengan mengalokasikan *cash* yang mengacu pada level *cash* normal (Opler, *et al.*, 1999).

Penelitian ini mempertegas pandangan dengan memfokuskan pada penyediaan bukti empiris keberadaan masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *excess cash* dengan mengaitkan *excess cash* dengan beberapa karakteristik masalah keagenan perusahaan. *Excess cash*, yaitu kas yang tidak terikat kepada operasi dan investasi, akan menjadi kandidat yang paling kuat untuk dialokasikan secara tidak efisien, diboroskan dan disalahgunakan (Frésard dan Salva, 2010). Argumen ini sesuai dengan pendapat Simutin (2012) dan Khieu dan Pyles (2012) yang menyatakan bahwa masalah keagenan cenderung paling kuat ditemukan pada *excess cash*. **Isu pertama**, bagaimana keterkaitan *excess cash* dengan nilai perusahaan. Motif keagenan menggunakan dasar teori keagenan untuk menjelaskan mengapa

insiders cenderung ingin mempertahankan cash hingga melebihi kebutuhan cash normal perusahaan. Tujuan insiders mempertahankan cash yang berlebihan adalah insiders ingin menggunakan cash tersebut untuk mendapatkan manfaat yang menguntungkan pribadi mereka sendiri dengan terlibat dalam kegiatan-kegiatan yang dapat mengurangi nilai perusahaan.

Adanya potensi bahwa pihak pengendali perusahaan (*insiders*) akan mengeksploitasi sumber daya perusahaan dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas, maka perusahaan akan dinilai lebih rendah oleh investor. Argumennya investor memiliki ekspektasi bahwa *excess cash* dapat mendorong pihak pengendali perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Terjadinya pengurangan nilai pasar mengindikasikan adanya masalah keagenan. **Isu kedua**, Bagaimana keterkaitan *excess cash*, tidak terkendala pendanaan (*financially unconstrained*) dan nilai perusahaan. Perusahaan menahan cash yang berlebihan dengan maksud untuk motif berjaga-jaga (*precautionary motive*) tidak relevan pada perusahaan yang tidak terkendala pendanaan, sehingga patut diduga ada motif lain. Bagi perusahaan yang tidak terkendala pendanaan seharusnya tidak mempertahankan *excess cash* karena perusahaan akan rugi akibat biaya menahan *excess cash* akan melebihi manfaatnya. Biaya-biaya yang harus ditanggung adalah biaya transaksi yang tinggi dan biaya keagenan, sehingga pemegang saham akan menilai negatif *excess cash*. Jadi terdapat penurunan nilai perusahaan yang diakibatkan oleh *excess cash* yang ada di dalam perusahaan. **Isu ketiga**. Bagaimana keterkaitan *excess cash*, kepemilikan sangat terkonsentrasi dengan nilai perusahaan. Argumen *entrenchment* menjelaskan bahwa konflik keagenan lebih banyak terjadi pada perusahaan yang kepemilikan saham oleh pemegang saham utamanya sangat besar. Pemegang saham utama ini dapat menggunakan hak kendalinya yang sangat besar untuk *redistribusikan* kesejahteraan dari pihak lain kepada mereka.

Investor kecil, yaitu pemegang saham minoritas mengalami kerugian akibat perilaku pemegang saham pengendali melalui cara-cara ekspropriasi terus menerus kepada pemegang saham minoritas. Hasil studi menunjukkan terjadinya penurunan kinerja dan nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan *insiders* yang tinggi (Mitton, 2002, Lemons dan Lins, 2003, Suranta dan Midiastuty, 2003, Gunarsih, 2003) serta Shleifer dan Vishny (1997), sehingga menjadi landasan untuk menduga bahwa kepemilikan sangat terkonsentrasi memiliki insentif yang lebih tinggi untuk mengeskpropriasi sumber daya perusahaan (*excess cash*) bagi kepentingan pribadi pemegang saham pengendali. **Isu keempat**, bagaimana keterkaitan *excess cash*, kepemilikan sangat tersebar dengan nilai perusahaan. Pada perusahaan dengan struktur kepemilikan sangat tersebar mengakibatkan pemegang saham memiliki insentif yang rendah atau tidak memiliki insentif sama sekali untuk mengawasi manajemen karena biaya *monitoring* sangat mahal. Biaya *monitoring* yang mahal ini menjadikan setiap pemegang saham akan *free ride* dengan harapan pemegang saham lainnya akan melakukan *monitoring*. Kurangnya pengawasan mengakibatkan manajer bebas mengakumulasi *cash* bagi kepentingan mereka sendiri (Jensen, 1986). Tindakan mengakumulasi kas dilakukan oleh manajer untuk mengurangi risiko perusahaan yang pada akhirnya dapat menyelamatkan kedudukan manajer dalam perusahaan. Pada sisi lain, kepentingan pemegang saham tidak dapat dipenuhi, bahkan pemegang saham tidak dapat mendorong manajemen untuk membagikan *excess cash* tersebut dalam bentuk dividen. Oleh karena itu, kepemilikan perusahaan yang sangat tersebar meningkatkan efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. **Isu kelima**, bagaimana keterkaitan *excess cash*, kesulitan keuangan dengan nilai perusahaan. Kesulitan keuangan adalah suatu kondisi perusahaan tidak dapat memenuhi kewajibannya kepada para kreditur. Menurut sudut pandang teoretis, kesulitan keuangan dapat menimbulkan masalah

keagenan antara pemegang utang (*debtholders*) dan pemegang saham. Ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan, maka akan memengaruhi nilai *excess cash* di mata investor. Ketika kesulitan keuangan, *excess cash* akan dialokasikan pada investasi-investasi yang risikonya paling minimal, yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Artinya ketika kesulitan keuangan tidak mungkin pemegang saham menikmati manfaat *excess cash* yang dialokasikan untuk investasi-investasi yang beresiko tinggi guna memperoleh *return* yang tinggi dengan biaya kerugian ditanggung oleh *debtholder*. Oleh karena itu, pemegang saham akan menilai *excess cash* lebih negatif ketika perusahaan sangat kesulitan keuangan.

Mengalokasikan *cash* melebihi *cash* yang normal memiliki konsekuensi ganda. Pada satu sisi, *excess cash* memberikan fleksibilitas untuk menghindari biaya yang timbul dari investasi-kurang (*underinvestment*). Pada sisi lain, *excess cash* yaitu kas yang tidak terikat kepada operasi dan investasi, akan menjadi kandidat yang paling kuat untuk dialokasikan secara tidak efisien, diboroskan dan disalahgunakan (Frésard dan Salva, 2010) karena *excess cash* merupakan sumber daya perusahaan yang mudah untuk dialihkan penggunaannya untuk tujuan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, sehingga *excess cash* memiliki peluang untuk diinvestasikan oleh pengendali perusahaan pada proyek-proyek yang menurunkan nilai perusahaan untuk mendapatkan keuntungan pribadi (Jensen, 1986, Stulz, 1990).

Penelitian ini memasukkan efek tidak terkendala pendanaan (*financially unconstrained*) untuk menentang argumen fleksibilitas pendanaan, sehingga arah dan intensitas menjadi tegas untuk mendukung argumen keagenan. Perusahaan dikategorikan tidak terkendala jika perusahaan memiliki kapasitas keuangan yang cukup untuk melakukan investasi normal, sehingga suatu kebijakan keuangan yang normal dapat diganti

dengan seluruh kebijakan keuangan lainnya yang berbeda (Han dan Qiu, 2007).

Motif keagenan menggunakan dasar teori keagenan untuk menjelaskan mengapa *insiders* cenderung ingin mempertahankan *cash* hingga melebihi kebutuhan *cash* normal perusahaan. Tujuan *insiders* mempertahankan *cash* yang berlebihan adalah *insiders* ingin menggunakan *cash* tersebut untuk mendapatkan manfaat yang menguntungkan pribadi mereka sendiri dengan terlibat dalam kegiatan-kegiatan yang dapat mengurangi nilai perusahaan, seperti melakukan kegiatan pengambilalihan perusahaan (*takeover*) yang buruk (Harford, 1999), membelanjakan kas secara tidak efisien (Blanchard, *et al.*, 1994) atau pengendali perusahaan dapat menggunakan cadangan kas untuk terlibat dalam perilaku dalam rangka memberikan keuntungan (manfaat) langsung bagi diri pribadi dan membiayai kemewahan secara berlebihan (Jensen, 1986). Pemegang saham pengendali memanfaatkan posisinya yang dominan untuk mengakumulasi kas dengan biaya pemegang saham yang lain. Motivasi pemegang saham pengendali menumpuk *cash* karena ingin menjaga kendali perusahaan dan memanfaatkan sumber daya perusahaan untuk mendapatkan manfaat pribadi akibat kendali yang dimilikinya (Morck, *et al.*, 1988; Shleifer dan Vishny, 1997). Riset Ozkan dan Ozkan (2004) dan Kalcheva dan Lins (2007) serta Liu (2011) mendukung bahwa pemegang saham pengendali mengakumulasi *cash* untuk dimanfaatkan dalam mendanai proyek-proyek keluarga, seperti diversifikasi merjer dan akuisisi yang dapat mengurangi risiko portofolio, namun merugikan investor.

Adanya potensi bahwa pihak pengendali perusahaan (*insiders*) akan mengeksploitasi sumber daya perusahaan dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas, maka perusahaan akan dinilai lebih rendah oleh investor. Riset-riset yang mendukung bahwa nilai marjinal *cash* menurun seiring dengan meningkatnya *cash* adalah Faulkender dan Wang (2006),

Lee dan Powell (2011), Chen, et al.,(2012). Konsisten dengan hasil temuan tersebut adalah riset Pinkowitz dan Williamson (2004) yang menunjukkan bahwa kas sebanyak 1 satuan mata uang secara signifikan menghasilkan kontribusi terhadap *return* kurang dari 1 satuan mata uang. Argumennya investor memiliki ekspektasi bahwa *excess cash* dapat mendorong pihak pengendali perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Terjadinya pengurangan nilai pasar mengindikasikan adanya masalah keagenan. Adapun masalah keagenan yang berkaitan dengan *excess cash* dalam penelitian ini adalah (1) masalah keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas ketika struktur kepemilikan sangat terkonsentrasi (2) masalah keagenan antara manajemen dengan pemegang saham ketika struktur kepemilikan perusahaan sangat tersebar (3) masalah keagenan antara pemegang saham dengan *debtholders* ketika perusahaan sangat kesulitan keuangan.

Dengan demikian penelitian ini meneliti efek tidak terkendala pendanaan (*financially unconstrained*), efek struktur kepemilikan sangat terkonsentrasi, efek struktur kepemilikan sangat tersebar dan efek sangat kesulitan keuangan untuk memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Faktor-faktor pemoderasi tersebut membantu dalam pembentukan tanda dan intensitas hubungan *excess cash* dengan nilai perusahaan untuk menunjukkan keberadaan masalah keagenan.

1.2 Tujuan Penelitian

Penelitian ini diarahkan pada beberapa tujuan berikut ini.

1. Menguji secara empiris pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan.
2. Menguji secara empiris pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan dengan memasukkan efek tidak terkendala pendanaan untuk menentang hipotesis fleksibilitas pendanaan sehingga lebih menegaskan masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *excess cash*.
3. Menguji secara empiris masalah keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas dengan memasukkan efek kepemilikan sangat terkonsentrasi untuk memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan untuk membuktikan teori keagenan.
4. Menguji secara empiris masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer dengan memasukkan efek kepemilikan sangat tersebar untuk memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan.
5. Menguji secara empiris masalah keagenan antara pemegang saham dan pemegang utang (*debtholders*) dengan memasukkan efek kesulitan keuangan untuk memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan.

1.3 Motivasi Isu (Pentingnya Riset)

Penelitian ini penting dengan beberapa alasan. Pertama, penelitian ini dimotivasi oleh pemikiran dan hasil identifikasi trend akumulasi *cash* pada perusahaan-perusahaan publik di beberapa negara, sehingga mendorong peneliti untuk meneliti faktor-faktor yang menentukan *cash* normal pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia secara lebih komprehensif. Kedua, hasil telaah literatur aliran riset determinan *cash* normal perusahaan-perusahaan publik di Indonesia masih terbatas, yaitu

hanya dilakukan oleh Kuncoro dan Beta (2012) yang meneliti secara empiris faktor makroekonomi dalam memengaruhi pemegangan likuiditas.

Ketiga, penelitian ini juga dimotivasi oleh keinginan untuk menjelaskan implikasi alokasi *cash* yang melebihi *cash* normalnya terhadap nilai perusahaan. Pengujian implikasi *excess cash* terhadap nilai perusahaan dilakukan menggunakan kerangka teori keagenan dengan memasukkan efek pemoderasi struktur kepemilikan dan karakteristik struktur keuangan untuk mengidentifikasi tiga masalah keagenan, yaitu: (1) Masalah keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas ketika struktur kepemilikan sangat terkonsentrasi (2) Masalah keagenan antara manajemen dengan pemegang saham ketika struktur kepemilikan perusahaan sangat tersebar (3) Masalah keagenan antara pemegang saham dengan *debtholders* ketika perusahaan sangat kesulitan keuangan.

Keempat, hasil studi ini dapat memberikan kontribusi secara teoretis pada literatur *cash* yaitu melengkapi literatur aliran riset implikasi *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Riset-riset terdahulu terfokus pada implikasi *cash* bukan implikasi *excess cash*. Riset ini secara teoretis akan memperkuat teori keagenan dengan menguji ekspropriasi *excess cash* oleh pemegang saham mayoritas, menguji ekspropriasi *excess cash* oleh manajer dan menguji nilai *excess cash* pada situasi sangat kesulitan keuangan dengan mengaitkannya dengan masalah keagenan antara pemegang saham dengan *debtholders*.

Kelima, hasil penelitian diharapkan dapat memberikan sumbangan pemikiran kepada otoritas pasar keuangan dalam memberlakukan biaya transaksi likuiditas. Biaya transaksi likuiditas yang murah dapat menurunkan kebutuhan likuiditas perusahaan, sehingga mengurangi risiko penyimpangan penggunaan cadangan kas yang berlebihan. Riset ini diharapkan juga memberikan masukan kepada perusahaan untuk

mengalokasikan *excess cash* lebih produktif dan menciptakan nilai bagi perusahaan. Berikutnya adalah hasil dan implikasi penelitian ini diharapkan juga dapat memberikan sumbangan pemikiran kepada investor dalam menilai *excess cash*. Investor menilainya dengan terlebih dahulu mengidentifikasi status kendala pendanaan, struktur kepemilikan perusahaan.

1.4 Keaslian Penelitian

Keaslian penelitian ini dijelaskan berikut ini.

- a. Penelitian menggunakan metodologi yang berbeda dalam menilai pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Metodologi terdahulu yang umumnya menggunakan metodologi milik Fama dan French (1998). Penelitian ini menggunakan model spesifikasi modern berbasis penciptaan nilai yang berasal dari model dasar yang sama seperti yang digunakan oleh Ramezani, *et al.* (2002) dan Bacidore, *et al.* (1997) terdiri dari variabel EVA, risiko sistimatis dan ukuran perusahaan disertai penambahan variabel *excess cash*. Metodologi ini mengukur nilai perusahaan menggunakan basis penciptaan nilai bagi pemegang saham (yaitu *abnormal return*), bukan menggunakan basis yang mengutamakan pertumbuhan (yaitu *market-to-book to asset ratio*) seperti yang digunakan oleh Fama dan French (1998).
- b. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu ditunjukkan oleh penggunaan sumber daya *excess cash* untuk mengidentifikasi masalah keagenan. Penelitian ini juga menambahkan faktor pemoderasi tidak terkendala pendanaan (*financially unconstrained*), faktor pemoderasi kepemilikan sangat terkonsentrasi, faktor pemoderasi kepemilikan sangat tersebar, dan faktor pemoderasi sangat kesulitan keuangan untuk memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Tujuannya untuk menguji teori keagenan sebagai teori yang paling sesuai untuk

menjelaskan implikasi *excess cash* terhadap nilai perusahaan.

1.5. Overview Hasil Penelitian

Penelitian ini didisain untuk menguji pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Riset ini sangat penting dilakukan karena *excess cash* memiliki fungsi strategis sehingga berperan dalam menentukan nilai perusahaan. Implikasi mengalokasikan *cash* yang melebihi *cash* normal atau disebut *excess cash* seperti pedang bermata dua. Di satu sisi, *cash* yang besar memberikan fleksibilitas untuk menghindari biaya yang timbul akibat investasi-kurang (*under-investment*). Pada sisi lain *excess cash* memiliki peluang untuk diinvestasikan oleh pihak pengendali perusahaan untuk membiayai proyek-proyek yang beresiko, untuk mendapatkan keuntungan pribadi atau digunakan untuk *perquisite* yang hanya menguntungkan pihak pengendali perusahaan dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas (non pengendali).

Temuan pertama membuktikan bahwa *excess cash* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Temuan empiris ini menunjukkan bahwa *excess cash* menjadi suatu petunjuk yang signifikan dalam mendukung hipotesis keagenan arus kas bebas (*agency free cash flow hypothesis*). *Excess cash* merupakan aset perusahaan yang paling mudah dan paling murah untuk dialokasikan secara tidak efisien atau disalahgunakan. Ketika terdapat karakteristik perusahaan yang dinilai berpotensi menimbulkan masalah keagenan, maka investor luar akan melakukan antisipasi dengan memberikan respon negatif kepada perusahaan yang memiliki *excess cash*. Hal ini sesuai dengan teori *agency cost of free cash flow*, yang menyatakan bahwa biaya keagenan akan meningkat ketika perusahaan memiliki *excess cash*. Reaksi yang negatif atas *excess cash* merupakan bentuk antisipasi investor luar atas meningkatnya potensi tindakan *entrenchment* dan eksploitasi *private benefit* oleh pemegang

saham pengendali atau manajemen, untuk kepentingan mereka sendiri dan mengabaikan kepentingan pemegang saham dari luar.

Temuan kedua menunjukkan bahwa efek tidak terkendala pendanaan memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Temuan empiris ini menunjukkan bahwa *excess cash* pada perusahaan tidak terkendala pendanaan juga menjadi suatu petunjuk yang lebih kuat dalam mendukung hipotesis keagenan arus kas bebas (*agency free cash flow hypothesis*). Hasil riset ini membuktikan bahwa ketika perusahaan tidak terkendala pendanaan, efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan lebih kuat dibandingkan efek *excess cash holdings* terhadap nilai perusahaan ketika perusahaan terkendala pendanaan. Hal ini sesuai dengan teori *agency cost of free cash flow*. Respon negatif investor luar terhadap *excess cash* merupakan bentuk antisipasi investor luar atas ketidak relevanan motif mengakumulasi *excess cash* ketika perusahaan tidak terkendala pendanaan. Penelitian ini berargumen bahwa akumulasi *excess cash* tersebut dimotivasi oleh motif keagenan, sehingga investor luar akan merespon negatif.

Temuan ketiga, karakteristik perusahaan yang diduga memiliki efek untuk memperkuat masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *excess cash* adalah struktur kepemilikan sangat terkonsentrasi, struktur kepemilikan sangat tersebar dan sangat kesulitan keuangan. Struktur kepemilikan yang berpotensi menimbulkan masalah keagenan tipe 2 adalah struktur kepemilikan yang sangat terkonsentrasi. Struktur kepemilikan yang sangat terkonsentrasi didukung oleh data penelitian dapat memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan menjadi lebih kuat efek negatifnya ketika struktur kepemilikan sangat terkonsentrasi. Hal ini konsisten dengan *expropriation hypothesis* atau *entrenchment hypothesis* yang menyatakan bahwa tindakan ekspropriasi *excess cash* lebih

dominan dilakukan ketika kepemilikan perusahaan sangat terkonsentrasi.

Temuan keempat, struktur kepemilikan yang berpotensi menimbulkan masalah keagenan tipe 1 adalah struktur kepemilikan yang sangat tersebar. Struktur kepemilikan yang sangat tersebar memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan menjadi lebih kuat efek negatifnya ketika struktur kepemilikan sangat tersebar. Hal ini konsisten dengan *managerial entrenchment hypothesis* yang menyatakan bahwa tindakan *ekspropriasi excess cash* oleh manajemen lebih dominan dilakukan ketika terdapat masalah *free rider* diantara pemegang saham sebagai dampak kepemilikan yang tersebar, sehingga pemegang saham tidak mengawasi manajemen.

Temuan kelima, kesulitan keuangan memoderasi pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Masalah keagenan antara pihak pengendali perusahaan dengan *debtholders* terjadi ketika perusahaan sangat kesulitan keuangan, sehingga investasi yang paling aman adalah pada investasi yang risikonya paling rendah. Ketika sangat kesulitan keuangan, pemegang saham selaku pengambil keputusan investasi dan operasi perusahaan tidak dapat melaksanakan investasi yang lebih beresiko. Perbedaan pilihan risiko meningkatkan masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan *debtholders*, yang akan direspon negatif oleh investor luar.

1.6. Sistematika Buku

Bab-bab lainnya dari buku ini disusun sebagai berikut. Bab 2 dan bab 3 membahas teori-teori yang berkesesuaian dengan penelitian. Bab 2 membahas konsep umum cash sedangkan bab 3 membahas teori keagenan.

Bab 4 berkaitan dengan pengembangan hipotesis. Bab 5 berisi metodologi penelitian (pemilihan sampel dan model statistis penelitian). Bab 6 menjelaskan deskripsi statistik dan diagnosa data.

Bab 7 hingga Bab 11 berisi hasil temuan keterkaitan *excess cash* , berbagai karakteristik keagenan perusahaan dengan nilai perusahaan.

Bab 12 sampai Bab 15 berisi ringkasan, pembahasan, keteratasan dan implikasi penelitian secara berturut-turut.

KONSEP CASH

2.1 Motif dan Determinasi Cash

Cash adalah jumlah kas dan setara kas ditambah surat berharga jangka pendek. Definisi *cash* mengacu pada dua model teori permintaan aset lancar, yaitu model *buffer-stock* dan model *inventory*. Menurut kedua model, investasi jangka pendek dalam bentuk surat berharga (*short term investments in marketable securities*) merupakan pengganti kas (Jeffers dan Kwon, 1969) atau merupakan bentuk pengalokasian (penyimpanan) *excess cash* (Miller dan Orr, 1966, 1968).

Berdasarkan *The General Theory*, Keynes (1936) membedakan tiga motif menahan *cash*. (1) Motif transaksi (*the transaction-motive*), yaitu kebutuhan kas untuk membayar transaksi lancar bagi pertukaran individu maupun bisnis. Motif transaksi dibagi ke dalam sub bagian motif *income* dan motif bisnis. Motif *income*, kas diperlukan untuk menjembatani rentang waktu antara penerimaan pendapatan dengan biaya-biaya yang harus dibayar, sedangkan motif bisnis, kas diperlukan oleh pengusaha untuk menjalankan kegiatan produksinya (2) Motif berjaga-jaga (*precautionary-motive*), yaitu kas diperlukan untuk memenuhi biaya yang tak terduga (berjaga-jaga) atau sebagai persiapan bagi

peluang investasi. (3) Motif spekulasi (*speculative-motive*), yaitu motif yang diinginkan untuk tetap mempertahankan asetnya tetap likuid untuk memperoleh keuntungan dari perubahan harga obligasi, surat berharga dan lain-lain di pasar bursa. Aset likuid yang dipertahankan berdasarkan motif spekulasi tergantung dari suku bunga. Semakin tinggi suku bunga, maka semakin sedikit jumlah uang kas yang ditahan. Jika perusahaan tidak mempertahankan kas, maka akan kehilangan peluang investasi.

Berdasarkan hasil telaah terhadap literatur ekonomi dan keuangan yang dilakukan oleh Bates, *et al.* (2009), hingga kini terdapat empat motif bagi perusahaan untuk menahan kas. (1) Motif transaksi (*transaction motive*) (2) Motif berjaga-jaga (*precautionary motive*) (3) Motif pajak (*the tax motive*) dan (4) Motif keagenan (*the agency motive*). Motif transaksi dibuktikan dalam model klasik milik Baumol (1952) dan Miller dan Orr (1966), dalam kaitan ini model tersebut menghasilkan perhitungan tingkat kebutuhan kas yang optimal sebagai hasil dari biaya transaksi mengkonversi aset keuangan non kas menjadi kas. Semakin besar ukuran perusahaan, maka kebutuhan kasnya semakin kecil karena biaya transaksi lebih murah sehingga tidak perlu menahan kas dalam jumlah besar. Motif berjaga-jaga menjelaskan alasan perusahaan menahan kas untuk menanggulangi *adverse shock* ketika akses pasar modal mahal. Dengan kata lain motif perusahaan menahan kas adalah untuk mengatasi lonjakan yang tidak terduga terkait kebutuhan likuiditas, ketika akses pasar modal mahal. Kebutuhan berjaga-jaga perusahaan lebih tinggi pada perusahaan dalam perusahaan yang terkendala pendanaan (*financially constrained*) dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tidak terkendala pendanaan (*financially unconstrained*), *ceteris paribus* (Almeida, *et.al.*, 2004). Pada perspektif ini, maka perusahaan-perusahaan yang arus kasnya lebih beresiko, akses modal eksternalnya buruk dan memiliki peluang investasi yang baik, maka perusahaan akan menahan kas dalam jumlah lebih banyak.

Model *precautionary* yang dikembangkan oleh Almeida, *et al.*, (2004) menunjukkan bahwa perusahaan yang terkendala pendanaan akan menginvestasikan arus kas perusahaan dalam bentuk kas. Motif pajak menunjukkan bahwa pada perusahaan multinasional mengakumulasi *cash* lebih banyak sebagai konsekuensi pajak terkait dengan laba asing yang diperoleh dari afiliasi di luar negeri. Motif keagenan dialami oleh perusahaan yang dikendalikan oleh pihak pengendali perusahaan. Pihak pengendali cenderung lebih menyukai untuk menahan kas daripada membayarkannya kepada pemegang saham luar. Begitu pula pada perusahaan-perusahaan di negara-negara yang masalah keagenannya lebih besar, maka perusahaan-perusahaan tersebut akan menahan kas lebih banyak. Harford (1999); Pinkowitz dan Williamson (2001); Dittmar dan Mahrt-Smith (2007) dan Harford, *et al.* (2008) menemukan bukti yang konsisten dengan pandangan masalah keagenan, namun Mikkelson dan Partch (2003) tidak menemukan bukti bahwa perusahaan yang *cash* -nya tinggi menunjukkan kinerja yang lebih buruk dibandingkan perusahaan yang *cash* -nya rendah.

2.2 Model Determinansi Cash

Studi motif-motif bagi perusahaan untuk menahan *cash* kini telah menduduki posisi penting dalam literatur keuangan yang tercermin melalui riset-riset determinan *cash* . Kerangka teoretis determinan *cash* pada dunia dengan biaya transaksi, biaya keagenan dan asimetri informasi adalah teori *trade off*, teori *pecking order* dan teori keagenan (*agency theory*). Teori *trade-off* antara biaya dan manfaat *cash* dapat mengidentifikasi apakah perusahaan menahan *cash* terlalu banyak atau tidak dari sudut pandang kemakmuran pemegang saham. Selanjutnya, teori keagenan yang akan menjawab mengapa perusahaan tidak menahan *cash* yang memaksimalkan kekayaan pemegang saham, serta membantu mengidentifikasi perusahaan-

perusahaan yang menginginkan *cash* berlebihan (Opler, et al., 1999).

Teori trade-off. Menurut teori *trade-off*, perusahaan memilih tingkat *cash* yang normal dengan membandingkan manfaat dan biaya *cash*. Manfaat *cash* berkaitan dengan penghematan biaya transaksi untuk memperoleh dana dan kebutuhan dalam melikuidasi aset. Manfaat lainnya adalah likuiditas dapat digunakan untuk mendanai kegiatan dan investasi ketika sumber pendanaan lainnya tidak tersedia atau mahal. Sedangkan biaya *cash* adalah biaya kesempatan (*opportunity cost*) investasi modal dalam bentuk aset likuid. Analisis formal terkait manfaat dan biaya menahan *cash* harus dilakukan secara hati-hati. Investasi jangka pendek dalam bentuk surat berharga (*short term investments in marketable securities*) mengandung biaya. Pertama, biaya akibat perusahaan melepas investasi pada aset yang tidak likuid namun lebih produktif. Kedua, perusahaan menanggung biaya transaksi ketika membeli dan menjual surat berharga. Ketiga, perusahaan terbebani pajak yang lebih tinggi. Biaya yang lainnya adalah *cash* dapat meningkatkan masalah keagenan yang lebih besar dibandingkan aset yang kurang lancar (Kim, et al. (1998). Selain menanggung biaya-biaya tersebut, perusahaan umumnya mempertahankan *cash* untuk memenuhi kebutuhan transaksi bisnis. Perusahaan mempertahankan likuiditas yang berlebihan untuk memenuhi motif berjaga-jaga (*precautionary*) dan motif spekulasi (*speculative*). Mempertahankan *cash* memungkinkan perusahaan untuk mengantisipasi peristiwa di masa depan yang tidak terduga dan untuk meminimalisasi biaya memperoleh pendanaan eksternal (Keynes, 1936).

Menurut Kim, et al. (1998), aspek-aspek yang berkaitan dengan investasi pada *cash* adalah: 1) biaya pendanaan eksternal 2) variabilitas arus kas 3) peluang investasi sekarang dan peluang investasi di masa yang akan datang 4) kebutuhan *cash* untuk

transaksi. Menurut Opler, et al. (1999), aspek-aspek yang berkaitan dengan investasi pada *cash* adalah 1) biaya transaksi 2) asimetri informasi, biaya keagenan utang. Menurut Shah (2011) di bawah kerangka model teori *trade-off*, manfaat dan biaya *cash* dapat timbul dari tiga aspek, yaitu: 1) asimetri informasi 2) biaya transaksi 3) biaya keagenan utang.

Model-model *baseline cash* hasil penelitian terdahulu berpatokan pada model *baseline* milik Opler, et al. (1999) yang memfokuskan pada karakteristik perusahaan. Ferreira, et al. (2005) dan Baum, et al. (2006) melengkapi faktor karakteristik perusahaan dalam menentukan *cash* dengan memasukkan faktor kondisi bisnis dan faktor ketidakpastian makroekonomi dan ketidakpastian *idiosyncratic* (*macroeconomic uncertainty* atau *idiosyncratic uncertainty*). Hasil studi menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan meningkatkan likuiditasnya ketika resesi, ketika ketidakpastian makroekonomi dan ketika ketidakpastian *idiosyncratic* meningkat. Hasil temuan ini mendukung motif berjaga-jaga *cash*.

Model teori *trade-off* statis berbasiskan argumen bahwa perusahaan yang bertujuan memaksimalkan nilai perusahaan akan mempertimbangkan manfaat dan biaya marjinal *cash* dan secara aktif *re-balance* tingkat cadangan kasnya untuk mencapai tingkat *cash* yang optimal. Jika tidak ada biaya penyesuaian (*adjustment cost*), perusahaan-perusahaan akan secara instan (seketika) *re-balance* posisi kasnya menuju tingkat target *cash* di saat terjadi ketidakseimbangan (Alles, et al., 2012). Namun demikian, adanya biaya penyesuaian (*adjustment cost*) menahan *cash* aktual untuk melakukan dengan segera proses *re-adjusting* menuju tingkat target. Dengan demikian, ketika tingkat cadangan kas menyimpang dari tingkat optimal, maka perusahaan-perusahaan akan dengan perlahan-lahan menyesuaikan tingkat *cash* nya menuju tingkat yang optimal, dalam proses yang disebut *partial adjustment process*.

Jika perusahaan tidak dapat secara cepat bergerak menuju target *cash* yang normal, maka model yang digunakan adalah model teori *trade-off* dinamis.

Metode *adjustment* yang dapat dilakukan oleh perusahaan-perusahaan tergantung pada posisi kas sekarang. Jika posisi kas sekarang berlebihan, maka perusahaan-perusahaan dapat menguranginya dengan meningkatkan pembayaran dividen, meningkatkan *capital expenditure*, meningkatkan kompensasi manajerial, meningkatkan R&D dan biaya iklan. Sebaliknya, jika posisi kas sekarang kurang dari target, maka perusahaan-perusahaan dapat mengurangi pembayaran dividen, mengurangi *capital expenditure*, mengurangi kompensasi manajerial, mengurangi R&D dan biaya iklan juga menjual anak perusahaan yang bukan inti atau menerbitkan saham baru. Perusahaan dapat juga menjalankan kombinasi kedua alternatif metode tersebut.

Teori *pecking order*. Menurut teori *pecking order* (Myers dan Majluf, 1984), tidak ada tingkat *cash* yang normal. Teori ini menyatakan bahwa pertama-tama perusahaan mendanai investasi dengan laba ditahan, *cash*, utang dan terakhir adalah ekuiti. *Cash* berperan sebagai *buffer* antara laba ditahan dan kebutuhan investasi. Jika laba ditahan tidak mencukupi untuk mendanai investasi saat ini, maka menggunakan akumulasi *cash* dan jika perlu menerbitkan utang. Urutan pendanaan yang diikuti oleh perusahaan dilakukan untuk meminimalisasi biaya asimetri informasi.

Teri keagenan arus kas bebas (*agency free cash flow theory*). Jensen (1986) menyatakan bahwa penumpukan kas dilakukan untuk meningkatkan jumlah aset yang dapat dikendalikan untuk mendapatkan kekuatan yang lebih besar atas keputusan investasi perusahaan. Adanya ketersediaan kas, maka tidak memerlukan pendanaan eksternal dan memberikan informasi rinci kepada pasar modal tentang proyek-proyek investasi perusahaan, sehingga pihak pengendali perusahaan dapat mengalokasikan

excess cash tersebut untuk mendapat manfaat pribadi, misalnya investasi pada proyek-proyek yang NPV negatif yang mencederai nilai perusahaan, melakukan merger dan akuisisi yang buruk dan lain sebagainya.

2.3 Model Determinasi Cash Menurut Teori Trade off

Model estimasi dan peramalan permintaan *cash* normal dibentuk dari variabel-variabel yang secara konsep dan rasional menentukan tingkat *cash* normal perusahaan. Variabel-variabel ini secara konsep dan rasional dikembangkan dari hasil riset Opler, *et al.* (1999) dengan penambahan beberapa variabel sehingga menjadi lebih komprehensif, seperti dijelaskan berikut ini.

Variabel peluang investasi umumnya memakai ukuran peluang pertumbuhan. Peluang pertumbuhan merupakan determinan yang penting untuk menentukan *cash*. Perusahaan-perusahaan yang menghadapi masalah asimetri informasi lebih memilih dana internal, dibandingkan memilih dana eksternal. Masalah asimetri informasi sering diderita oleh perusahaan yang sedang bertumbuh (*growing firms*) (Smith dan Watts, 1992). Perusahaan yang sedang tumbuh terkena biaya pendanaan yang mahal, sehingga terpaksa melewatkan proyek-proyek dengan NPV positif. Oleh sebab itu, perusahaan yang sedang tumbuh biasanya menahan *cash* yang besar. Sebaliknya, dari perspektif keagenan, Ferreira dan Vilela (2004) menyatakan bahwa *entrenched insiders* akan menumpuk kas meskipun perusahaan tidak memiliki peluang pertumbuhan. Peluang pertumbuhan umumnya diukur dengan proksi Tobin's Q, yang dikembangkan oleh Chung dan Pruitt (1994) atau menggunakan ukuran rata-rata pertumbuhan selama 3 tahun (Attig, *et al.*, 2011).

Variabel ukuran perusahaan. Terdapat beragam pandangan dalam penggunaan ukuran perusahaan dalam literatur keuangan. Pertama, pandangan bahwa ukuran perusahaan (*size*) dapat merubah dampak asimetri informasi dan kemungkinan kesulitan

keuangan (*financial distress*). Kedua, pandangan bahwa perusahaan besar memiliki skala ekonomi dalam mengelola kas (Miller dan Orr, 1966), sehingga hubungannya negatif antara *cash* dan ukuran perusahaan. Ketiga, pandangan bahwa perusahaan besar menghasilkan *profit* yang lebih banyak sehingga mampu mengakumulasi kas lebih besar (Opler, et al. (1999). Penjelasan masing-masing adalah bahwa perusahaan besar hanya sedikit mengalami asimetri informasi karena perusahaan besar memiliki kemampuan ekonomi dalam menghasilkan informasi dan menyebarkan informasi tentang perusahaannya (Collins, et al., 1981, Pettit dan Singer, 1985 dan Brennan dan Hughes, 1991). Oleh sebab itu, perusahaan besar menghadapi biaya transaksi yang lebih rendah dalam mengakses sumber dana eksternal, sehingga *cash* berkaitan negatif dengan ukuran perusahaan. Argumen lainnya adalah peluang kebangkrutan perusahaan besar lebih rendah karena perusahaan besar biasanya lebih terdiversifikasi (Tittman dan Wessels, 1988, Rajan dan Zingales, 1995).

Variabel kesulitan keuangan. Biaya-biaya yang ditanggung oleh perusahaan ketika mengalami kesulitan keuangan adalah biaya-biaya langsung yang berkaitan dengan proses kebangkrutan dan juga kemungkinan terjadinya pengurangan dari pendapatan penjualan karena keraguan konsumen atas kemampuan perusahaan dalam menjaga kualitasnya (Shah, 2011). Semakin buruknya kondisi keuangan, berpengaruh negatif pada insentif manajemen karena biaya *research and development* (biaya R&D) mengalami penurunan. Agar terhindar dari tekanan tersebut, manajemen akan menahan tingkat likuiditas yang lebih tinggi sebagai *hedge*. Sebaliknya, juga sangat logis jika perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan, *cash* akan menurun (Kim, et al., 1998). Riset-riset sebelumnya menggunakan ukuran biaya *research and development* (Biaya R&D). Alternatif pengukurannya adalah dengan inverse Altman's Z score (Kim, et al., 1998; Shah, 2011).

Variabel volatilitas atau risiko arus kas. Perusahaan-perusahaan dengan volatilitas arus kas memiliki peluang mengalami kekurangan kas pada suatu waktu. Biaya yang harus ditanggung jika kekurangan kas adalah biaya risiko kesulitan keuangan. Perusahaan-perusahaan yang mengalami volatilitas arus kas akan mengalami kesulitan untuk memenuhi kewajiban membayar bunga utangnya secara periodik. *Cash* dapat menjadi *buffer* ketika arus kas operasional menurun secara tidak terduga, sehingga *cash* berpengaruh secara positif dengan volatilitas arus kas. Biaya lainnya yang harus ditanggung jika kekurangan kas adalah biaya risiko kebangkrutan dengan hilangnya peluang investasi. Perusahaan tidak dapat merubah waktu mendapatkan investasi yang menguntungkan, sehingga *cash* yang besar dapat menjadi *buffer* ketika arus kas operasional menurun secara tidak terduga. Terdapat dua jenis volatilitas arus kas yang digunakan, yaitu pada tingkat perusahaan (Shah, 2011; Islam, 2012; Lee dan Powell, 2012) dan volatilitas arus kas tingkat industri atau sigma industri (Opler, *et al.*, 1999; Ferreira dan Vilela, 2004; Dittmar dan Mahrt-Smith, 2007; Bates, *et al.*, 2009; Attig, *et al.*, 2011).

Variabel besarnya arus kas. Arus kas merupakan sumber likuiditas yang dianggap sebagai pengganti kas. Perusahaan yang profitabilitasnya tinggi mampu menghasilkan arus kas yang besar, sehingga tidak perlu mempertahankan tingkat cadangan kas yang banyak (Kim, *et al.*, 1998), selain itu, akses pendanaan ke pasar eksternal lebih kuat pada perusahaan yang mampu menghasilkan arus kas yang besar, sehingga kreditur lebih bersedia untuk meminjamkan uangnya kepada perusahaan. Oleh sebab itu, kebutuhan cadangan kas menjadi lebih sedikit.

Variabel tingkat investasi. Peningkatan investasi, yang diukur dengan perbandingan *capital expenditure* terhadap aset, dapat menciptakan *collateral* sehingga meningkatkan kapasitas utang sehingga mengurangi permintaan terhadap kas. Selain itu, ada pandangan yang menyatakan bahwa peningkatan investasi akibat lonjakan produktivitas perusahaan menyebabkan untuk

sementara waktu kas digunakan untuk meningkatkan investasi, sehingga tingkat kas menjadi berkurang. Tingkat investasi juga dapat menjadi proksi bagi peluang investasi dan proksi kesulitan keuangan (Shah, 2011).

Variabel aset-aset lancar yang dapat menjadi substitusi bagi kas, yang dengan mudah dicairkan menjadi kas. Aset-aset tersebut berisi aset-aset yang dapat menggantikan kas karena memiliki karakteristik konvertibilitas yang tinggi, seperti piutang dan persediaan. Biaya mengkonversi aset-aset lancar ini lebih rendah dibandingkan dengan aset-aset lainnya. Oleh sebab itu, pada perusahaan yang rasio piutang dan rasio *inventory* relatif tinggi atau rasio *net working capital*nya tinggi akan menahan *cash* yang lebih sedikit (Ogundipe, et al., 2012). Umumnya proksi yang digunakan adalah *net working capital* (Opler, et al., 1999; Bates, et al., 2009; Ferreira dan Vilela, 2004 dan lain-lain).

Variabel *leverage* juga merupakan salah satu substitusi kas. Di antara beragam aset-aset yang dapat menjadi pengganti kas, *leverage* adalah salah satunya (Bates, et al., 2009). Perusahaan yang memiliki utang artinya memiliki kemampuan untuk menerbitkan utang, sehingga jika mengalami kekurangan kas dapat meminjam dana. Pandangan berbeda adalah bahwa perusahaan harus mencadangkan kas ketika tingkat *leverage* meningkat (kemungkinan kebangkrutan). Hasil telaah pustaka menunjukkan bahwa ukuran *leverage* umumnya menggunakan rasio total utang terhadap total aset.

Variabel pembayaran dividen. Dividen dapat digunakan sebagai substitusi kas, dimana pada perusahaan-perusahaan pembayar dividen, dapat meningkatkan cadangan kasnya dengan cara meniadakan pembayaran dividen ketika perusahaan mengalami lonjakan penurunan kas. Pandangan ini menunjukkan terjadinya hubungan yang negatif antara *cash* dengan pembayaran dividen (Opler, et al., 1999). Pandangan alternatif terkait pembayaran dividen adalah bahwa pada perusahaan-

perusahaan pembayar dividen justru harus mempertahankan tingkat *cash* yang tinggi mengikuti pola pembayaran dividen yang biasa dilakukan. Variabel ini menggambarkan dua hal yang berbeda, yaitu bahwa dividen sebagai cadangan kas (*financial flexibility*) dan dividen yang mendorong perusahaan menahan kas yang besar. Variabel ini umumnya diukur menggunakan variabel *dami* dinyatakan 1 jika perusahaan membayar dividen pada tahun tersebut (Opler *et al.*, 1999), Ferreira dan Vilela, 2004; Bates, *et al.*, 2009; Attig, *et al.*, 2011; Alles, *et al.* (2012). Pengukuran alternatif adalah dengan *Devidend Payout Ratio* (Islam, 2012) atau Rasio Dividen perlembar saham dibagi dengan nilai tampak saham (Shah, 2012).

Variabel siklus konversi kas, mencerminkan lamanya waktu yang diperlukan oleh perusahaan mulai dari proses produksi hingga penerimaan kas dari hasil penjualan produk (Kim, *et al.*, 1998; Shah, 2011). Siklus kas yang pendek akan meningkatkan kemampuan untuk mengisi kas kembali dengan cepat. Oleh sebab itu, pada perusahaan yang siklus kasnya pendek tidak akan mengalami kekurangan kas dalam waktu yang lama (Kim, *et al.*, 1998; Shah, 2011).

Variabel jatuh tempo utang. Risiko kesulitan keuangan (*financial distress*) dapat terjadi jika perusahaan mengalami kendala dalam memperbaharui utang jangka pendek. Begitu pula ketika perusahaan mengalami ketidakseimbangan (*mismatch*) antara utang jangka pendek dengan aset perusahaan yang menyebabkan terjadinya perusahaan mengalami risiko likuiditas. Risiko kesulitan keuangan dan risiko likuiditas mendorong perusahaan menahan *cash* lebih banyak (Ferreira dan Vilela, 2004; Shah, 2011). Variabel ini digunakan sebagai variabel determinan *cash* oleh Ferreira dan Vilela (2004); Shah (2011).

Variabel aset berwujud (*Tangibility*). Aset berwujud secara teoretis lebih aman (lebih memberi perlindungan) dibandingkan aset tidak berwujud (*intangibles assets*), seperti *goodwill*, *patent*

dan lain-lain. Jika perusahaan mengalami kesulitan keuangan, maka perusahaan dapat menjual aset tetap, seperti tanah, bangunan dan peralatan dan dapat memenuhi kewajiban yang jatuh tempo. Perusahaan-perusahaan dengan aset berwujud yang besar tidak akan menahan kas dalam jumlah besar (Islam, 2012). Variabel ini memberikan perlindungan yang lebih aman di saat perusahaan kesulitan keuangan, maka aset berwujud dapat dijual untuk memenuhi kewajiban yang jatuh tempo. Variabel ini digunakan oleh Islam (2012) sebagai penentu *cash* perusahaan.

Variabel makro ekonomi. Ferreira, et al. (2005) menjelaskan kerangka hubungan antara tingkat *cash* dan kondisi makro dengan mengaitkannya dengan model *trade-off*. Menurut model ini terdapat tiga motif menahan kas. Tiga alternatif yang rasional ketika perusahaan kekurangan kas. (1) Mencari pendanaan melalui pasar modal (2) Melikuidasi aset lain dan mengurangi investasi (3) Merenegosiasi kontrak keuangan saat ini. Selama resesi, motif transaksi memiliki implikasi perusahaan menahan *cash* lebih banyak. Alasannya saat ekonomi sedang menurun, semakin sulit untuk mensubstitusi aset menjadi kas akibatnya biaya kekurangan kas menjadi lebih mahal. Akses ke pasar modal juga mahal karena tingginya biaya keagenan utang (Bernanke, Gertler, 1989) dan tingginya *spread* kredit (Chen, 1991; Fama, 1990), sedangkan biaya *opportunity* likuiditas lebih rendah selama resesi ekonomi. Sebaliknya, ketika kondisi ekonomi kembali membaik, melikuidasi aset maupun akses ke pasar modal tidak hanya lebih mudah namun juga lebih murah, sedangkan biaya kesempatan (*opportunity cost*) lebih mahal juga. Selama perekonomian mengalami penurunan, biaya pendanaan eksternal menjadi semakin mahal. Para kreditur semakin mensyaratkan *spread* kredit yang tinggi maupun *collateral* yang lebih besar karena biaya keagenan lebih mahal dan prospek perusahaan mengalami *default* dan dilikuidasi lebih banyak selama resesi (Ferreira, et al., 2005). Ringkasnya, model *trade-off* memprediksi bahwa perusahaan menahan *cash* lebih banyak selama resesi

dilatarbelakangi oleh motif *precautionary* dan motif ini paling kuat terjadi pada perusahaan yang terkendala pendanaan. Pengukuran variabel makro ekonomi dapat menggunakan ketidakpastian makro ekonomi menggunakan empat buah proksi, yaitu varian GDP, varian indek produksi industri dan variabel *return* indek pasar saham (Baum *et al.*, 2006). Pengukuran makro ekonomi juga dapat menggunakan kondisi bisnis yang diproksikan oleh variabel yang telah dikenal dapat menangkap variasi siklus bisnis, yaitu *return* pasar tahunan, *default spread*, tingkat bunga *treasury bill* dan *term spread* (Ferreira, *et al.*, 2005). Kuncoro dan Beta (2012) menunjukkan bahwa inflasi, nilai tukar mata uang asing dan gejolaknya menjadi faktor makroekonomi yang signifikan dalam mengestimasi kebutuhan likuiditas korporasi di Indonesia.

TEORI KEAGENAN (*AGENCY THEORY*)

Konsep teori keagenan didasari permasalahan keagenan yang muncul ketika pengurusan suatu perusahaan terpisah dari kepemilikannya. Perusahaan merupakan peran yang memberikan kesempatan kepada berbagai partisipan untuk berkontribusi dalam bentuk modal, keahlian serta tenaga kerja dalam rangka memaksimalkan keuntungan jangka panjang. Partisipan-partisipan yang berkontribusi pada modal disebut sebagai pemilik (prinsipal). Partisipan-partisipan yang berkontribusi dalam keahlian dan tenaga kerja disebut pengelola perusahaan (agen). Adanya dua partisipan tersebut (prinsipal dan agen) menyebabkan timbulnya permasalahan tentang peran yang harus dibentuk untuk menyelaraskan kepentingan yang berbeda di antara keduanya. Menurut Eisenhardt (1989), teori keagenan dilandasi oleh 3 (tiga) buah asumsi berikut ini.

a. Asumsi tentang sifat manusia

Asumsi tentang sifat manusia menekankan bahwa manusia memiliki sifat untuk mementingkan diri sendiri (*self interest*),

memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*), dan tidak menyukai risiko (*risk aversion*)

b. Asumsi tentang keorganisasian

Asumsi keorganisasian adalah adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria produktivitas, dan adanya *asymmetric information* antara prinsipal dan agen.

c. Asumsi tentang informasi

Asumsi tentang informasi adalah bahwa informasi dipandang sebagai barang komoditi yang bisa diperjual belikan.

Teori keagenan ditekankan untuk mengatasi dua permasalahan yang dapat terjadi dalam hubungan keagenan (Eisenhardt, 1989). Pertama adalah masalah keagenan yang timbul pada saat (a) keinginan atau tujuan dari prinsipal dan agen berlawanan dan (b) merupakan suatu hal yang sulit atau mahal bagi prinsipal untuk melakukan verifikasi tentang apa yang telah benar-benar dilakukan oleh agen. Permasalahannya adalah bahwa prinsipal tidak dapat memverifikasi apakah agen telah melakukan sesuatu secara tepat. Kedua, adalah masalah pembagian risiko yang timbul pada saat prinsipal dan agen memiliki sikap yang berbeda terhadap risiko, oleh karena itu dibuat kontrak yang diharapkan dapat menyelaraskan kepentingan prinsipal dan agen.

Masalah keagenan ada tiga. Pertama adalah masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (masalah keagenan tipe 1). Shleifer dan Vishny (1997) menjelaskan bahwa manajer mengendalikan perusahaan, sehingga hubungan keagenan ini mengakibatkan dua permasalahan. (a) Terjadinya informasi asimetris (*information asymmetry*), dimana manajemen secara umum memiliki lebih banyak informasi mengenai posisi keuangan yang sebenarnya dan posisi operasi entitas dari pemilik (b) Terjadinya konflik kepentingan (*conflict of interest*) akibat ketidak samaan tujuan, dimana manajemen tidak selalu bertindak

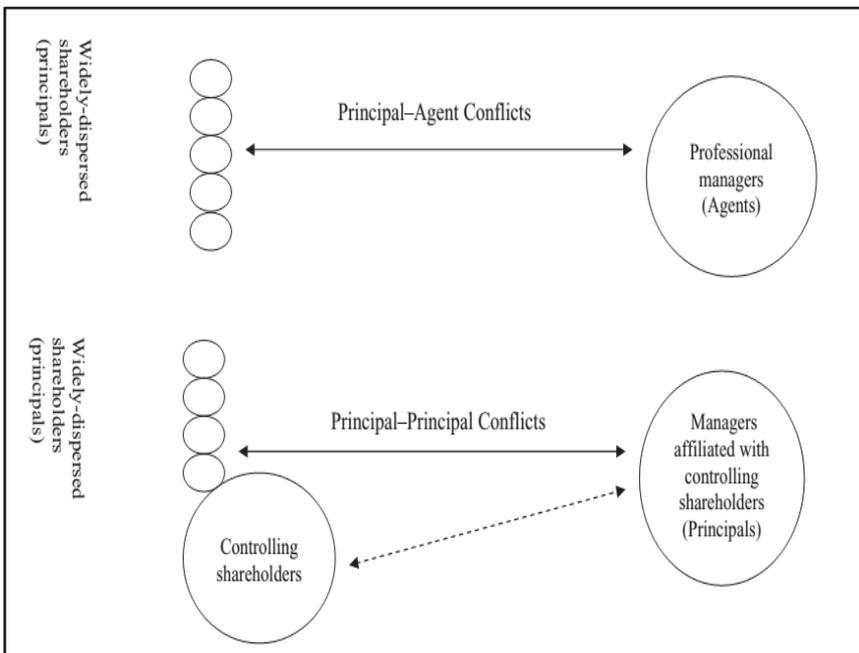
sesuai dengan kepentingan pemilik. Masalah keagenan tipe 1 manajer cenderung melakukan ekspropriasi dalam bentuk aset *misallocation*.

Kedua, masalah keagenan juga terjadi dalam hubungan keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non pengendali (masalah keagenan tipe 2). Pemegang saham pengendali memiliki insentif yang kuat untuk mengawasi manajer agar menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingan terbaik pemegang saham pengendali, namun dapat merugikan kepentingan pemegang saham non pengendali karena pemegang saham pengendali berperan langsung dan mengelola langsung perusahaan, sehingga pemegang saham pengendali memiliki alasan yang kuat untuk bertindak tidak untuk kepentingan pemegang saham non pengendali dengan misalnya melakukan ekspropriasi dalam bentuk *asset redistribution*, dimana aset perusahaan hanya didistribusikan kepada pemegang saham pengendali dan tidak didistribusikan kepada pemegang saham non pengendali.

Ketiga, masalah keagenan antara kreditur dan manajer (Jerzemowska, 2006). Manajer yang menggunakan utang menyepakati atas beban yang harus ditanggungnya. Peningkatan utang secara langsung berkaitan dengan peningkatan risiko, khususnya risiko kebangkrutan. Utang tidak hanya mengurangi arus kas bebas, namun juga meningkatkan peluang kebangkrutan. Menurut Masulis (1988), manajer tidak dapat memboroskan sumber daya yang terbatas ketika memiliki beban utang yang berat. Jensen (1986) menyatakan bahwa peningkatan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, selama biaya kebangkrutan selalu terjaga pada tingkat yang rendah.

Pemegang saham dapat melakukan pengendalian terhadap manajemen pada kepemilikan terkonsentrasi, sehingga tidak menjadi masalah, sebagaimana pada struktur kepemilikan menyebar. Namun, pemegang saham pengendali dapat

menerapkan kebijakan-kebijakan yang menguntungkan diri mereka sendiri, sehingga merugikan pemegang saham minoritas. Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa investor yang merupakan pemegang saham pengendali merepresentasikan kepentingan mereka sendiri, yang tidak sejajar dengan kepentingan investor lainnya. Pemegang saham pengendali dapat menggunakan hak kendalinya untuk mendistribusikan kesejahteraannya dari pihak lain kepada mereka. Investor kecil, yaitu pemegang saham minoritas mengalami kerugian akibat perilaku pemegang saham pengendali melalui cara-cara ekspropriasi terus menerus kepada investor lain. Gambar 3.1 menunjukkan tipe konflik prinsipal dengan agen dan tipe konflik antar pemegang saham.



Gambar 3.1 Konflik Prinsipal-Agen versus Prinsipal-Prinsipal (Young, et al., 2008, h. 200)

Hasil penelitian terdahulu baik penelitian di Indonesia maupun lintas negara (termasuk Indonesia) memberikan bukti empiris terjadinya penurunan kinerja dan nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan *insiders* yang tinggi (Mitton, 2002, Lemons dan Lins, 2003, Suranta dan Midiastuty, 2003 dan Gunarsih, 2003). Pembuktian secara empiris tersebut akan menjadi landasan untuk menduga bahwa perusahaan akan diekspektasi oleh *outsiders* lebih berpotensi melakukan ekspropriasi sumber daya perusahaan (*excess cash*) bagi kepentingan pribadinya.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS DAN KERANGKA KONSEPTUAL PENELITIAN

4.1. Pengembangan Hipotesis

4.1.1. Pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Konsep teori keagenan (Jensen dan Mecling, 1967) menyatakan bahwa masalah keagenan dapat timbul akibat terjadinya asimetri informasi dan konflik kepentingan akibat ketidaksejajaran tujuan. Perusahaan memiliki banyak aset yang mudah untuk diekspropriasi oleh pemegang saham pengendali, namun *excess cash* merupakan salah satu aset yang paling mudah untuk disalahgunakan (Attig, et al., 2011). *Excess cash* merupakan *cash* yang sangat besar bahkan melebihi tingkat *cash* normal. *Excess cash* merupakan cadangan kas yang dialokasikan melebihi tingkat kebutuhan perusahaan untuk melaksanakan kegiatan operasi sehari-hari dan investasi (Attig, et al., 2011). Perusahaan seharusnya mengalokasikan *cash* perusahaan pada tingkat normal, yaitu tingkat *cash* yang memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham secara

menyeluruh, tidak hanya memaksimalkan kesejahteraan manajemen dan atau pemegang saham pengendali (Opler, *et al*, 1999). Pada kenyataannya terdapat perusahaan lebih memutuskan untuk mengakumulasi *cash* secara berlebihan dibandingkan membayarkan kelebihan *cash* kepada pemegang saham non pengendali, sehingga terjadi *excess*.

Pihak *insiders* memiliki insentif untuk melakukan tindakan mementingkan diri sendiri dengan mengakumulasi *cash* hingga melebihi tingkat *cash* normal, karena *cash* merupakan sumber daya keuangan yang dapat secara bebas dikendalikan. *Cash* merupakan aset lancar yang paling disukai dan paling murah untuk dirubah menjadi aset lain yang menguntungkan secara individu dan aset yang mudah dihilangkan dibandingkan dengan aset-aset lainnya. Perbedaan kepentingan ini memunculkan masalah keagenan, seperti aset *misallocation* oleh pihak pengendali perusahaan atau aset *redistribution* hanya kepada pemegang saham mayoritas, yang kedua hal penyalahgunaan aset tersebut dapat mencederai nilai perusahaan. Hasil riset terdahulu, menunjukkan bahwa faktor-faktor keberadaan *excess cash* mengindikasikan adanya masalah keagenan. Faulkendar dan Wang (2006) meneliti pada perusahaan non keuangan di Amerika Serikat selama tahun 1971-2001 dan menemukan bahwa nilai marjinal *cash* menurun dengan meningkatnya *cash*. Chen, *et al*. (2012) meneliti 8016 perusahaan di Amerika Serikat dan menemukan adanya efek negatif interaksi perubahan kas dengan kas tahun sebelumnya terhadap *excess return*. Menurutnya, adanya tambahan kas pada kas yang sudah banyak akan menimbulkan masalah keagenan. Pinkowitz dan Williamson (2004) menyatakan bahwa adanya biaya keagenan ketika pemegang saham memandang bahwa pihak pengendali perusahaan akan menggunakan dana secara tidak efisien dan pemilik utang akan menikmati keuntungan dari likuiditas perusahaan, maka pemegang saham menurunkan nilai *cash*.

Berdasarkan hasil telaah, maka hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H₁: *Excess cash* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

4.1.2. Efek tidak terkendala pendanaan dalam memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Perusahaan dalam dunia yang lingkungannya sempurna, dapat mendanai seluruh peluang investasi yang berpeluang besar meningkatkan nilai perusahaan, tanpa tergantung pada ketersediaan sumber dana internal (Modigliani dan Miller, 1958). Namun demikian, ketika pasar tidak sempurna, maka tidak semua perusahaan dapat merealisasi semua peluang investasi yang menguntungkan tersebut karena biaya eksternal menjadi sangat mahal dibandingkan dengan sumber dana dari dalam perusahaan (Myers dan Majluf, 1984). Bagi perusahaan yang terkendala pendanaan (*financially constrained*) namun memiliki peluang pertumbuhan yang menarik, maka konsekuensinya perusahaan akan berinvestasi pada tingkat yang kurang dari tingkat optimalnya, sehingga menjadikan pertumbuhan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan menurun. Perusahaan yang terkendala pendanaan (*financially constrained*) adalah perusahaan yang memiliki keterbatasan dalam mendapatkan modal utang. Selain itu, kendala pendanaan juga dapat didefinisikan sebagai keterbatasan perusahaan dalam mendapatkan modal dari sumber-sumber pendanaan yang tersedia (Kaaro, 2004). Implikasinya perusahaan yang memiliki keterbatasan dalam mendapatkan modal utang atau sumber-sumber pendanaan yang tersedia yang dimasukkan ke dalam kategori terkendala. Sebaliknya, Kaplan dan Zingales (1997) mendefinisikan bahwa kendala pendanaan terjadi bila perusahaan menghadapi perbedaan antara biaya modal dari sumber internal dan sumber eksternal. Berdasarkan definisi ini, semua perusahaan termasuk dalam kategori terkendala. Biaya transaksi yang relatif kecil dalam pengadaan modal

utang telah memenuhi kriteria suatu perusahaan untuk dimasukkan ke dalam kategori terkendala. Definisi tersebut menjadi landasan untuk membedakan perusahaan yang memiliki tingkat kendala pendanaan tinggi atau kendala pendanaan rendah (Kaaro, 2004). Pendapat lainnya adalah perusahaan yang terkendala pendanaan (*financially constrained*) adalah perusahaan yang memiliki kendala keuangan dalam melakukan investasi, sedangkan perusahaan yang tidak terkendala pendanaan (*non financially constrained*) adalah perusahaan yang tidak memiliki kendala keuangan dalam melakukan investasi (Hidayat, 2010).

Keputusan investasi perusahaan sangat dipengaruhi oleh kesempatan investasi karena semakin besar keputusan investasi yang menguntungkan, maka investasi yang dilakukan semakin besar, dalam hal ini manajer berusaha mengambil peluang-peluang tersebut untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Bila terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan maka perusahaan yang tidak memiliki kendala keuangan akan dengan mudah mengambil kesempatan investasi tersebut untuk berinvestasi. Hal ini disebabkan perusahaan yang tidak memiliki kendala keuangan mempunyai akses yang lebih mudah ke pasar modal, sehingga dapat dengan mudah menyesuaikan finansialnya untuk investasi yang menunjukkan fleksibilitas keuangan yang lebih besar, dengan kata lain perusahaan yang tidak terkendala pendanaan menunjukkan nilai perusahaan yang tinggi (Chan dan Chen, 1991, Fama dan French, 1992).

Satu cara untuk mengatasi efek terbalik pada perusahaan yang terkendala pendanaan adalah menggantungkan pada sumber daya internal, yaitu arus kas dan *cash*, sehingga pada perusahaan yang terkendala pendanaan, dengan memiliki *excess cash* akan terhindar dari masalah *under-investment* dan dapat menaikkan kinerja, pertumbuhan perusahaan serta nilai perusahaan. Perusahaan dikategorikan tidak terkendala jika perusahaan memiliki kapasitas keuangan yang cukup untuk

melakukan investasi normal, sehingga suatu kebijakan keuangan yang normal dapat diganti dengan seluruh kebijakan keuangan lainnya yang berbeda (Han dan Qiu, 2007). Perusahaan yang tidak memiliki kendala keuangan cenderung sudah lama, lebih besar, lebih dewasa dan lebih mengetahui pasar. Manfaat dari memiliki cadangan kas untuk mencegah risiko dan menghindari investasi-kurang (*underinvestment*), akan semakin berkurang ketika perusahaan tidak terkendala pendanaan. Bagi perusahaan yang tidak terkendala pendanaan, cadangan kas tidak relevan dan justru memunculkan biaya keagenan yang lebih besar karena terkait dengan potensi pengendali perusahaan melakukan pemborosan cadangan kas (*excess cash*) yang lebih tinggi. Munculnya risiko ini akan tercermin dari penilaian perusahaan oleh pemegang saham.

Riset terdahulu yang mendukung pernyataan ini adalah Faulkender dan Wang (2006). Studi dilakukan di Amerika Serikat tahun 1971-2001. Menurutnya, perusahaan yang tidak terkendala pendanaan memiliki nilai marjinal kas lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak terkendala pendanaan. Denis dan Sibilkov (2010); Chen, *et al.*, (2012) juga mendukung hipotesis tersebut.

Dengan demikian, secara konsep maupun logika dapat dinyatakan bahwa potensi mengalihkan *excess cash* untuk manfaat pribadi akan lebih kuat terjadi pada perusahaan yang tidak terkendala pendanaan, yang pada gilirannya akan menurunkan nilai perusahaan lebih besar dibandingkan pada perusahaan yang tidak terkendala pendanaan. Hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini adalah berikut ini.

H₂: Pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan lebih kuat pada perusahaan yang tidak terkendala pendanaan (*financially unconstrained*).

4.1.3. Efek kepemilikan sangat terkonsentrasi dalam memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Struktur kepemilikan perusahaan memiliki kaitan yang relevan dengan masalah keagenan. Argumen *entrenchment* menjelaskan bahwa konflik keagenan tipe 2 lebih tinggi terjadi pada perusahaan yang kepemilikan saham oleh pemegang saham utamanya sangat besar. Pemegang saham ini dapat menggunakan hak kendalinya untuk *me-redistribusikan* kesejahteraan dari pihak lain kepada mereka. Investor kecil, yaitu pemegang saham minoritas mengalami kerugian akibat perilaku pemegang saham pengendali melalui cara-cara ekspropriasi terus menerus kepada pemegang saham minoritas. Hasil penelitian terdahulu menemukan terjadinya penurunan kinerja dan nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan *insiders* yang tinggi (Mitton, 2002; Lemons dan Lins, 2003; Suranta dan Midiastuty, 2003; Gunarsih, 2003).

Kepemilikan saham yang besar oleh pemegang saham utama menimbulkan struktur kepemilikan terkonsentrasi (mengacu pada riset Heugens, *et al.*, 2009; Iturriaga dan Crisostomo, 2010). Ukuran konsentrasi kepemilikan yang digunakan di pasar modal di berbagai negara berbeda-beda. Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995, konsentrasi kepemilikan pemegang saham utama adalah perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh pemegang saham dengan kepemilikan 20% atau lebih. Perusahaan-perusahaan di banyak negara, termasuk di negara sedang berkembang, seperti di Indonesia, memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi dengan keberadaan pemegang saham pengendali yang posisi kendalinya sangat kuat dan memiliki kemampuan untuk mengendalikan manajer perusahaan (La Porta, *et al.*, 1999). Pemegang saham pengendali ini memiliki kekuatan untuk mengekspropriasi pemegang saham minoritas, bahkan kreditur (Shleifer dan Vishny, 1986, Stulz, 1988

dan Burkart *et al.*, 1997). Uji empiris Faisal (2013) menemukan ada efek ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali pada level konsentrasi di atas 70%. Investor yang memiliki ekspektasi bahwa para pemegang saham pengendali akan mengambil sebagian aset mereka, sehingga mereka akan mengantisipasi dengan menurunkan nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H₃: Pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan lebih kuat ketika kepemilikan perusahaan sangat terkonsentrasi.

4.1.4. Efek kepemilikan sangat tersebar dalam memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Konflik keagenan juga muncul dari pemisahan kepemilikan dan kendali yang terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan tersebar, yaitu perusahaan yang dimiliki secara luas oleh investor kecil-kecil (Jensen dan Mecling, 1976, Morck *et al.*, 1988). Jani, *et.al.*, (2004) mengidentifikasi kepemilikan tersebar menggunakan pisah batas kepemilikan saham oleh satu atau sekelompok pemegang saham kurang dari 30%. Pemegang saham ini memiliki insentif yang rendah atau tidak memiliki insentif sama sekali untuk mengawasi manajemen karena biaya *monitoring* sangat mahal. Jika salah satu pemegang saham melakukan pengawasan dan kinerja perusahaan meningkat, maka manfaatnya akan dirasakan oleh seluruh pemegang saham. Biaya *monitoring* yang mahal ini menjadikan setiap pemegang saham akan *free ride* dengan harapan pemegang saham lainnya akan melakukan *monitoring*. Namun, yang terjadi tidak ada satupun atau hampir tidak ada pemegang saham yang melakukan *monitoring*.

Kurangnya pengawasan manajemen oleh pemegang saham meningkatkan insentif bagi manajer untuk mengejar tujuan mereka sendiri dengan menggunakan biaya dari pemegang saham. Contoh kegiatan manajemen yang merugikan dan

membahayakan perusahaan publik adalah manajer menentukan gajinya yang sangat tinggi dengan fasilitas yang mewah. Manajer dapat melakukan investasi yang tidak menguntungkan namun dapat meningkatkan kekuasaan mereka. Manajer dapat mengakumulasi *cash* bagi kepentingan mereka sendiri (Jensen,1986) karena akumulasi kas dapat mengurangi risiko perusahaan yang pada akhirnya dapat menyelamatkan kedudukan manajer dalam perusahaan. Akibat dari adanya masalah *free riders*, maka kepentingan pemegang saham tidak dapat dipenuhi. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H₄: Pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan lebih kuat ketika kepemilikan perusahaan sangat tersebar.

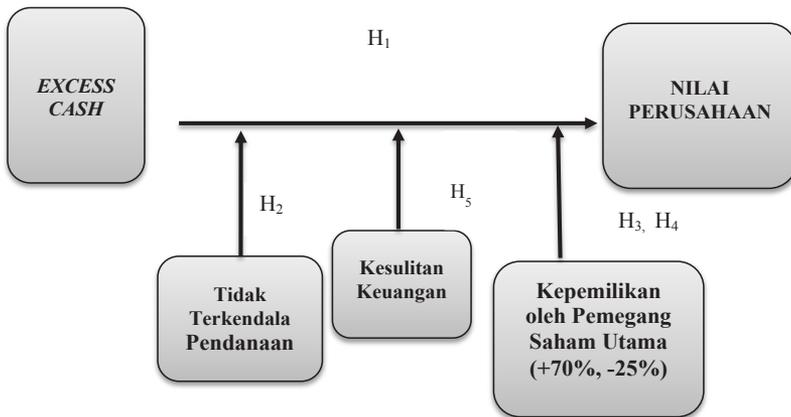
4.1.5. Efek sangat kesulitan keuangan dalam memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Jensen dan Meckling (1976) mencetuskan konflik keagenan antara pemegang saham dan *debtholders* ketika perusahaan memiliki utang. Pada satu sisi pemegang saham menginginkan *excess cash* diinvestasikan kepada program-program investasi yang menghasilkan *return* yang tinggi dan mengandung risiko, namun pemegang saham meyakini bahwa ketika sebuah perusahaan mengalami risiko kesulitan keuangan yang tinggi, maka pemegang saham tidak akan memperoleh manfaat dari *excess cash* , melainkan yang menerima manfaat adalah *debtholders*. Dengan demikian, hal ini yang menjadi penentu pemegang saham dalam menilai *excess cash* . Selama *excess cash* memberikan manfaat bagi pemegang saham, baik dibagikan kepada pemegang saham atau tetap ditahan oleh perusahaan, maka nilainya akan meningkat. Sebaliknya, jika *excess cash* tidak memberikan manfaat, maka nilainya akan turun (Pinkowitz dan Williamson, 2004). Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H₅: Pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan lebih kuat ketika perusahaan sangat kesulitan keuangan.

4.2. Kerangka Konseptual Penelitian

Kerangka konseptual penelitian disajikan dalam dua buah gambar. Gambar 4.1 memfokuskan pada pengujian masalah keagenan.



METODE PENELITIAN

5.1. Data dan Sampel Penelitian

5.1.1. Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sumber data yang akan digunakan dalam penelitian ini berasal dari *database* Bloomberg, serta laporan tahunan dan laporan konsolidasi yang diterbitkan oleh emiten tahun 1997 hingga tahun 2011. Data sebelum tahun 2000 diperlukan untuk mengukur beberapa variabel yang membutuhkan data tahun sebelumnya. Struktur data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan gabungan data silang tempat (*cross section*) dan data runtut waktu (*time series*) mulai tahun 2000-2011. Data panel tersebut digunakan untuk menghitung estimasi *cash* normal dan selanjutnya hasil estimasi digunakan untuk menghitung *excess cash*.

5.1.2. Sampel penelitian

Penelitian menggunakan sampel emiten yang dipilih menggunakan *metode purposive sampling*. Anggota sampel diseleksi berdasarkan pada beberapa kriteria. Kriteria pertama, perusahaan publik non keuangan di Indonesia yang diklasifikasi menurut sistem klasifikasi *Global Industry Classification Standard*

(GICS) yaitu sebuah standar global untuk mengelompokkan perusahaan-perusahaan ke dalam sektor dan industri. Klasifikasi berdasarkan sistem GICS sektor non keuangan dapat dilihat pada Tabel 5.1.

Tabel 5.1 Daftar Kode dan Nama Sektor Industri Klasifikasi GICS

Kode Sektor	Nama Sektor
10	Energi (<i>Energy</i>)
15	Material (<i>Materials</i>)
20	Industri (<i>Industrials</i>)
25	<i>Consumer Discretionary</i>
30	<i>Consumer Staples</i>
35	Kesehatan (<i>Health Care</i>)
45	Teknologi Informasi (<i>Information Technology</i>)
50	Jasa Telekomunikasi (<i>Telecommunication Services</i>)
55	<i>Utilities</i>

Penelitian ini tidak memasukkan perusahaan (emiten) yang masuk dalam klasifikasi GICS dengan kode digit 40 yaitu perusahaan yang berasal dari sektor keuangan (*Finance*) karena karakteristik perusahaan keuangan berbeda dengan perusahaan non keuangan, sehingga jika digabung akan menimbulkan bias pada hasil riset.

Kriteria kedua, perusahaan publik non keuangan telah *go publik* minimal selama dua tahun atau maksimal melakukan *Initial Publik Offering* pada tahun 2009. Ketiga, perusahaan non keuangan tersebut memiliki seluruh data-data variabel terkait selama tahun 2000-2011. Keempat, data-data variabel terkait kepentingan penelitian yang berhasil dikumpulkan tersebut tidak termasuk dalam kategori data *outlier* berdasarkan hasil deteksi

outlier yang bersumber dari data mentah dan deteksi *outlier* dengan aturan ESD (*Extreme Studentized Deviation*). Aturan ESD merupakan pendeteksi *outlier* yang paling populer yang menyatakan bahwa setiap data di luar t standar deviasi dari nilai rata-ratanya merupakan *outlier*. Nilai t yang paling umum adalah 2.

Berdasarkan empat kriteria tersebut diperoleh sampel penelitian sebanyak 1828 observasi, sebagaimana disajikan pada Tabel 6.2 berikut ini.

Tabel 5.2 Sampel Penelitian untuk Mengestimasi Cash

Tahun	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Obs.
Sampel Awal	176	263	283	291	305	314	327	351	371	383	406	431	3901
Kriteria 1	54	62	71	76	80	85	88	96	101	105	108	113	1039
Kriteria 2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	23	48	71
Kriteria 3 dan 4	49	108	97	84	70	70	75	78	88	90	79	75	963
Sampel Terpilih	73	93	115	131	155	159	164	177	182	188	196	195	1828

Sumber: Data diolah

Selanjutnya, sampel penelitian untuk pengujian hipotesis ditarik dari sampel yang digunakan untuk mengestimasi *cash* normal, namun yang diambil hanya yang memenuhi kriteria pokok yaitu sampel yang mengalami *excess cash* positif. *Subsample-subsample* diklasifikasi menurut variabel pemoderasi. Jumlah total observasi yang diklasifikasi berdasarkan nilai variabel pemoderasi dapat sama atau tidak sama dengan jumlah observasi sampel keseluruhan karena data-data yang diobservasi dalam *subsample* tergantung ketersediaan data penelitian yang digunakan. Jika terdapat satu atau lebih data variabel yang hilang (*missing data*), maka observasi tersebut akan dikeluarkan seluruhnya dari sampel, sehingga jumlah observasi menjadi lebih sedikit dari total sampel keseluruhan.

5.2. Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel Penelitian

Pada bagian ini menjelaskan identifikasi dan definisi operasional seluruh variabel penelitian yang berkedudukan sebagai variabel independen, variabel dependen, variabel pemoderasi dan variabel kontrol. Pengukuran variabel-variabel yang diambil dari data yang bernilai mata uang perlu dilakukan penyesuaian terlebih dahulu dengan cara dideflasi dengan *GDP Deflator* untuk membedakan antara perubahan nilai uang yang berasal dari perubahan harga, dengan perubahan dalam output fisik. Tabel 5.3 menyajikan tabel *GDP Deflator* yang diambil dari portal Index Mundi.

Tabel 5.3 Tabel GDP Deflator

Tahun	GDP Deflator
2000	100.00
2001	114.30
2002	121.03
2003	127.68
2004	138.59
2005	158.46
2006	180.78
2007	201.13
2008	237.64
2009	257.30
2010	278.16
2011	301.52

Sumber: Portal IndexMundi (<http://www.indexmundi.com/>)

Variabel yang dihasilkan dari data yang telah dideflasi oleh *GDP Deflator* akan menghasilkan ukuran variabel yang riil.

$$\text{Contoh: Total Aset Riil} = \frac{\text{Total Aset}}{\text{GDP Deflator}}$$

5.2.1. Identifikasi dan definisi operasional variable untuk menguji pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Penelitian ini menggunakan model spesifikasi penilaian perusahaan dengan pendekatan berbasis nilai (Ramezani, et al., 2002). Model spesifikasi ini menggunakan *abnormal return* sebagai ukuran nilai perusahaan yang mengukur besarnya kompensasi yang diterima oleh pemegang saham atas risiko ekuitas. Model spesifikasi berbasis nilai Ramezani, et al. (2002) dalam penelitian ini akan menambahkan variabel *excess cash* sebagai variabel utama, serta mengontrol variabel-variabel lain yang berkorelasi dengan *abnormal return*. Model statistis regresi untuk menguji hipotesis adalah: $ABNRETURN_{t,i} = \alpha_1 + \beta_1XCASH_{t,1} + \beta_2EVA_{it} + \beta_3RISK_{it} + \beta_4SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots(4)$

Variabel dependen dari model model spesifikasi ini menggunakan *abnormal return* sebagai ukuran nilai perusahaan. Hasil riset mendukung bahwa pemegang saham lebih mementingkan *abnormal return* (Bacidore, et al. , 1997). Jika *abnormal return* positif, maka pemegang saham akan menerima kompensasi tambahan. Sebaliknya jika *abnormal return* negatif, artinya *return* yang diterima oleh pemegang saham tidak mencukupi untuk menutup risiko.

Menurut Faulkender dan Wang (2006), pengukuran nilai perusahaan menggunakan *return* ekuitas memiliki keunggulan. Pertama, *return* ekuitas lebih mudah diukur dan diinterpretasikan dibandingkan dengan pengukuran nilai perusahaan dengan rasio *market-to-book-ratio* (MTBA). Rasio MTBA memerlukan perhitungan yang sangat kompleks, sehingga dalam dunia nyata tidak pernah digunakan. Penggunaan Tobin's *q* atau *approximate q* ini dapat menimbulkan bias dalam mengestimasi nilai MTBA karena perbedaan metode akuntansi antar perusahaan yang juga dapat memengaruhi nilai MTBA. Selain itu, pertumbuhan (MTBA) tidak sama dengan nilai perusahaan. Riset Ramezani, et al. (2002) dan Fuller dan Jensen (2003) membuktikan bahwa tidak selalu

pertumbuhan perusahaan meningkatkan kinerja perusahaan dan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, bahkan dinyatakan berbahaya bagi perusahaan-perusahaan yang mengutamakan pertumbuhan.

Keunggulan lainnya dari *abnormal return* memperhitungkan perbedaan dalam hal sensitivitas ekuitas terhadap faktor risiko, yang selanjutnya dapat menimbulkan perbedaan tingkat diskonto. Hal ini tercermin dari penggunaan *return* patok duga untuk mengontrol faktor risiko yang berasal dari variasi deret waktu dan variasi antar perusahaan. Pada penelitian ini *return* patok duga menggunakan *return* indeks pasar (*return* IHSG). Model *Market-Adjusted Model* ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut.

Variabel utama yang menjadi perhatian utama penelitian ini adalah *excess cash*. *Excess* dalam *cash* merupakan suatu *excess* (kelebihan) level *cash* yang diprediksi oleh model estimasi dan peramalan permintaan *cash* normal. Model estimasi dibentuk dari variabel-variabel yang diturunkan oleh konsep *trade off* antara biaya dan manfaat *cash* sehingga dapat diidentifikasi apakah perusahaan menahan *cash* terlalu banyak atau tidak dari sudut pandang kemakmuran pemegang saham.

Variabel kontrol menggunakan variabel yang konsisten dan selaras dengan tujuan maksimisasi kemakmuran pemegang saham, yaitu variabel *economic value added* (EVA), risiko tidak sistematis perusahaan, dan ukuran perusahaan. EVA merupakan pengukuran modern kinerja perusahaan yang berbasis nilai. EVA menggunakan konsep *residual income*. Pengukuran dengan EVA menekankan pada kepentingan untuk memaksimalkan nilai residu laba. Variabel risiko tidak sistematis mengukur risiko unik perusahaan (*idiosyncratic*) terhadap *abnormal return*. Ukuran perusahaan diukur dengan nilai total aset riil. Tabel 3.5

menyajikan seluruh variabel yang diperlukan untuk menjalankan model spesifikasi yang dimaksud.

Tabel 5.4. Definisi Variabel untuk Menguji Pengaruh Negatif Excess Cash terhadap Nilai Perusahaan

Nama Variabel	Definisi dan Rumus	Identifikasi Variabel
ABNRETURN _{i,t}	<p><i>Abnormal return</i> merupakan proksi ukuran nilai perusahaan. Merupakan kelebihan dari <i>return</i> yang sesungguhnya terjadi terhadap <i>return</i> normal. <i>Return</i> normal merupakan <i>return</i> ekspektasi (<i>return</i> yang diharapkan oleh investor).</p> <p>Rumusnya:</p> $\alpha_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$ <p>$\alpha_{i,t}$ adalah <i>abnormal return</i></p> <p>$R_{i,t}$ adalah <i>return</i> individu saham</p> <p>$E(R_{i,t})$ <i>return</i> yang diharapkan menggunakan <i>return</i> indek pasar.</p> <p>Rumusnya: $E(R_{i,t}) = (IHS G_t - IHS G_{t-1}) / IHS G_t$</p>	Variabel Dependen
XCASH _{i,t}	<p><i>Excess Cash</i> adalah <i>cash</i> yang melebihi <i>cash</i> normal, yang diperoleh dari nilai residu estimasi <i>cash</i> hasil regresi yang memiliki tanda positif.</p> <p>Rumus: $XCASH_{i,t} = CASH_{i,t} - CASH_{estimasi}$</p>	Variabel Independen
EVA _{i,t}	<p><i>Economic Value Added</i> adalah pengukuran kinerja perusahaan berbasis penciptaan nilai bagi pemegang saham,</p> <p>Rumus: $EVA = \frac{(NOPAT - (WACC \times CAPITAL))}{TOTAL\ ASET}$</p>	Variabel Independen

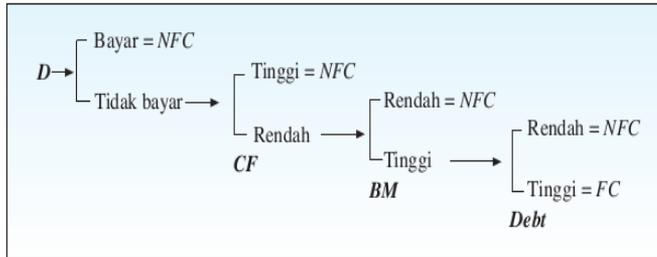
Nama Variabel	Definisi dan Rumus	Identifikasi Variabel
	NOPAT = Laba bersih operasi sesudah dikurangi pajak CAPITAL = Nilai buku Ekuitas WACC = <i>Weighted Average Cost of Capital</i> , diperoleh dari Database Bloomberg	
RISK _{i,t}	Risiko adalah simpangan nilai ekspektasi aset yang menjadi proksi risiko spesifik perusahaan yang dinormalisasi dengan TOTAL ASET _t	Variabel Kontrol
SIZE _{i,t}	Size adalah ukuran perusahaan Rumus: $\ln(TOTAL\ ASET_{RILL})$	Variabel Kontrol

5.2.2. Identifikasi dan definisi operasional variabel untuk menguji efek tidak terkendala pendanaan dalam memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Untuk menguji empiris pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan, penelitian ini menggunakan variabel tidak terkendala pendanaan. Dasar klasifikasi tidak terkendala pendanaan menggunakan kriteria berikut ini.

- a. Kriteria tunggal yaitu kriteria bahwa perusahaan membayar dividen. Perusahaan yang tidak terkendala pendanaan umumnya membayar dividen

- b. Kriteria majemuk menggunakan lebih dari satu kriteria, yaitu kriteria membayar dividen, *Cash flow*, *Book to Market* dan *Debt* dengan melakukan langkah klasifikasi berikut ini setiap tahun.



Tabel 5.5 menyajikan seluruh variabel yang diperlukan untuk menguji hipotesis 2.

Tabel 5.5 Definisi Variabel untuk Menguji Efek Tidak Terkendala Pendanaan dalam Memperkuat Pengaruh Negatif *Excess Cash* terhadap Nilai Perusahaan

Nama Variabel	Definisi dan Rumus	Identifikasi Variabel
ABNRETUR $N_{i,t}$	<p><i>Abnormal return</i> merupakan proksi ukuran nilai perusahaan . Merupakan kelebihan dari <i>return</i> yang sesungguhnya terjadi terhadap <i>return</i> normal. <i>Return</i> normal merupakan <i>return</i> ekspektasi (<i>return</i> yang diharapkan oleh investor). Rumusnya:</p> $\alpha_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$ <p>$\alpha_{i,t}$ adalah <i>abnormal return</i> $R_{i,t}$ adalah <i>return</i> individu saham $E(R_{i,t})$ <i>return</i> yang diharapkan menggunakan <i>return</i> indek pasar. Rumusnya:</p>	Variabel Dependent

Nama Variabel	Definisi dan Rumus	Identifikasi Variabel
	$E(R_{i,t}) = (IHS G_t - IHS G_{t-1}) / IHS G_t$	
XCASH _{i,t}	<p><i>Excess Cash</i> adalah <i>cash</i> yang melebihi <i>cash</i> normal, yang diperoleh dari nilai residu estimasi <i>cash</i> hasil regresi yang memiliki tanda positif. Rumus:</p> $XCASHHOLDING_{i,t} = CASH\ HOLDING_{i,t} - CASH\ HOLDING_{estimasi}$	Variabel Independen
DDIV_DPS	Merupakan variabel dami yang bernilai 1 jika sampel membayar dividen. Variabel dami bernilai 0 jika sampel tidak membayar dividen	Variabel Pemoderasi
DMULTIPLE (Dividen, Cash flow, Book to Market dan Debt)	<p>Merupakan variabel dami beberapa kriteria.</p> <p>DMULTIPLE=1 jika sampel termasuk dalam kelompok membayar dividen, cash flow tinggi, BTM rendah dan Utang Rendah. DMULTIPLE=0, jika sampel tidak termasuk kriteria-kriteria tersebut.</p>	Variabel Pemoderasi
EVA _{i,t}	<p><i>Economic Value Added</i> adalah pengukuran kinerja perusahaan berbasis penciptaan nilai bagi pemegang saham. Rumus:</p> $(NOPAT - (WACC \times CAPITAL)) / TOTAL\ ASET$ <p>NOPAT = Laba bersih operasi sesudah dikurangi pajak</p> <p>CAPITAL = Nilai buku Ekuitas</p> <p>WACC = <i>Weighted Average Cost of Capital</i> diperoleh dari Database</p>	Variabel Kontrol

Nama Variabel	Definisi dan Rumus	Identifikasi Variabel
	Bloomberg	
RISK _{i,t}	Risiko adalah simpangan nilai ekspektasi aset yang menjadi proksi risiko spesifik perusahaan yang dinormalisasi dengan TOTAL ASET _t	Variabel Kontrol
SIZE _{i,t}	Size adalah ukuran perusahaan Rumus: $\ln(TOTAL\ ASET_{RILL})$	Variabel Kontrol

5.2.3. Identifikasi dan definisi operasional variabel untuk menguji efek struktur kepemilikan dan efek kesulitan keuangan dalam memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Pembuktian secara empiris pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan akan dikaitkan dengan masalah keagenan. Menurut argumen teori keagenan, *excess cash* memiliki nilai yang rendah dari sudut pemegang saham. Penelitian ini memasukkan tiga variabel pemoderasi untuk membuktikan masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *excess cash*. Pertama, variabel kepemilikan sangat terkonsentrasi. Batas kepemilikan menggunakan rujukan Faisal (2013) yaitu level konsentrasi kepemilikan di atas 70%. Efek kepemilikan sangat terkonsentrasi diduga meningkatkan masalah keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Kedua, efek kepemilikan sangat tersebar. Batas kepemilikan menggunakan rujukan Jani, *et al.* (2004) yaitu kepemilikan pemegang saham oleh pemegang saham terbesar atau gabungan tiga pemegang saham besar kurang dari 30%. Diduga kepemilikan sangat tersebar meningkatkan masalah keagenan antara manajemen dengan pemegang saham. Ketiga, efek sangat kesulitan keuangan, yang

diidentifikasi menggunakan kriteria rasio *times interest earned ratio* (TIER). Diduga sangat kesulitan keuangan meningkatkan masalah keagenan antara pemegang saham dengan pemegang utang (*debtholders*).

Tabel 5.6 menyajikan data variabel dan definisi operasional karakteristik perusahaan yang dapat memperkuat masalah keagenan.

Tabel 5.6 Definisi Variabel untuk Menguji Efek Kepemilikan Saham dan Efek Kesulitan Keuangan dalam Memperkuat Efek Negatif *Excess Cash* terhadap Nilai Perusahaan

Nama Variabel	Definisi dan Rumus	Identifikasi Variabel
ABNRETURN _{i,t}	<p><i>Abnormal return</i> merupakan proksi ukuran nilai perusahaan . Merupakan kelebihan dari <i>return</i> yang sesungguhnya terjadi terhadap <i>return</i> normal. <i>Return</i> normal merupakan <i>return</i> ekspektasi (<i>return</i> yang diharapkan oleh investor). Rumusnya:</p> $\alpha_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$ <p>$\alpha_{i,t}$ adalah <i>abnormal return</i></p> <p>$R_{i,t}$ adalah <i>return</i> individu saham</p> <p>$E(R_{i,t})$ <i>return</i> yang diharapkan menggunakan <i>return</i> indek pasar. Rumusnya:</p> $E(R_{i,t}) = (IHS G_t - IHS G_{t-1}) / IHS G_t$	Variabel Dependen
XCASH _{i,t}	<p><i>Excess Cash</i> adalah <i>cash</i> yang melebihi <i>cash</i> normal, yang diperoleh dari nilai residu estimasi <i>cash</i> hasil regresi yang memiliki tanda positif. Rumus:</p> $= CASH_{i,t} - CASH_{estimasi}$	Variabel Independen Utama
DOWN1	DOWN1 adalah persentase kepemilikan saham oleh pemegang saham besar pertama	Variabel

Nama Variabel	Definisi dan Rumus	Identifikasi Variabel
	(OWN1) > 70% digunakan untuk mengidentifikasi masalah keagenan antara pemegang saham mayoritas vs minoritas	Pemoderasi
DOWN2	DOWN2 adalah Persentase kepemilikan saham oleh pemegang saham besar pertama (OWN1) < 25% digunakan untuk mengidentifikasi masalah keagenan antara manajemen vs pemegang saham	
DISTRESS	<p>DISTRESS adalah kesulitan keuangan yang diukur dengan variabel dami TIER.</p> <p>Rumus = $\frac{EBIT_{i,t}}{\text{Biaya Bunga}_{i,t}}$</p> <p>DISTRESS = 1, jika TIER positif < 1</p> <p>DISTRESS = 0, jika TIER positif >= 1</p>	
EVA _{i,t}	<p>Economic Value Added adalah pengukuran kinerja perusahaan berbasis penciptaan nilai bagi pemegang saham. Rumus :</p> $(NOPAT - (WACC \times CAPITAL)) / TOTAL \text{ ASET}$ <p>NOPAT = Laba bersih operasi sesudah dikurangi pajak</p> <p>CAPITAL = Nilai buku Ekuitas</p> <p>WACC = <i>Weighted Average Cost of Capital</i>, diperoleh dari Database Bloomberg</p>	Variabel Kontrol
RISK _{i,t}	<p>Risiko adalah simpangan nilai ekspektasi aset yang menjadi proksi risiko spesifik perusahaan yang dinormalisasi dengan TOTAL ASET_t</p>	Variabel Kontrol
SIZE _{i,t}	<p>Size adalah ukuran perusahaan</p> <p>Rumus: $\ln(TOTAL \text{ ASET}_{RIIL})$</p>	Variabel Kontrol

5.3. Model Statistis Penelitian

Tujuan ekonometris dalam penelitian ini adalah mengestimasi koefisien β dengan menggunakan model dasar $Y_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 X_{i,t} + \varepsilon_i$. Koefisien β diestimasi menggunakan analisis regresi dan pendekatan *Moderated Regression Analysis*. Tabel 5.7 menyajikan model pengujian statistis.

Tabel 5.7 Model Pengujian Statistis dan Prediksi Tanda

Hipotesis	Prediksi Tanda	Persamaan Regresi
H ₁	β_1 negatif	$ABNRETURN_{t,i} = \alpha_1 + \beta_1 XCASHH_{i,t} + \Sigma \beta_2 CONTROLS_{it} + \varepsilon_{it}$
H ₂	β_3 negatif	$ABNRETURN_{t,i} = \alpha_1 + \beta_1 XCASHH_{t,1} + \beta_2 DDIV_{i,t} + \beta_3 XCASHH_{i,t} * DDIV_{i,t} + \Sigma \beta_i CONTROLS_{it} + \varepsilon_{it}$
	β_3 negatif	$ABNRETURN_{t,i} = \alpha_1 + \beta_1 XCASHH_{t,i} + \beta_2 DMULTIPLE_{i,t} + \beta_3 XCASHH_{i,t} * DMULTIPLE_{i,t} + \Sigma \beta_4 CONTROLS_{it} + \varepsilon_{it}$
H ₃	β_3 negatif	$ABNRETURN_{t,i} = \alpha_1 + \beta_1 XCASHH_{i,t} + \beta_2 DOWN1_{i,t} + \beta_3 DOWN1_{i,t} * DOWN1_{i,t} + \Sigma \beta_4 CONTROLS_{it} + \varepsilon_{it}$
H ₄	β_3 negatif	$ABNRETURN_{t,i} = \alpha_1 + \beta_1 XCASHH_{i,t} + \beta_2 DOWN2_{i,t} + \beta_3 XCASHH_{i,t} * DOWN2_{i,t} + \Sigma \beta_i CONTROLS_{it} + \varepsilon_{it}$
H ₅	β_3 negatif	$ABNRETURN_{t,i} = \alpha_1 + \beta_1 XCASHH_{i,t} + \beta_2 DISTRESS_{i,t} + \beta_3 XCASHH_{i,t} * DISTRESS_{i,t} + \Sigma \beta_i CONTROLS_{it} + \varepsilon_{it}$

Tabel 5.7 menyajikan model statistik yang digunakan dalam penelitian ini yaitu model pengujian menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Pendekatan *Moderated Regression*

Analysis mengidentifikasi efek pemoderasi dengan regresi yang berisi interaksi efek utama dengan efek pemoderasi.

DESKRIPSI STATISTIK SAMPEL DAN VARIABEL PENELITIAN

6.1. Deskripsi statistik sampel

Sampel penelitian untuk menguji hipotesis penelitian ditarik dari sampel penelitian yang digunakan untuk mengestimasi *cash*, namun dengan kriteria tambahan bahwa sampel tersebut teridentifikasi sebagai perusahaan yang pada tahun tertentu mengalami *excess cash* positif atau memiliki *cash* melebihi *cash* normal serta memiliki data yang lengkap. *Excess cash* ditentukan dari nilai residu estimasi *cash* yang berasal dari model spesifikasi yang telah dipilih tersebut. Jumlah sampel keseluruhan yang memenuhi kriteria tersebut adalah sebanyak 672 observasi. Tabel 6.1 menyajikan sampel yang mengalami *excess cash* positif secara total dan yang klasifikasi menurut sektor GICS non keuangan.

Tabel 6.1 Sampel Keseluruhan Menurut Klasifikasi Sektor untuk Menguji Hipotesis

Tahun	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Obs.
Sampel Keseluruhan	0	35	37	54	60	54	66	67	77	70	77	75	672
Sektor 10	0	1	3	4	4	5	5	4	5	7	7	6	51
Sektor 15	0	6	7	12	18	14	15	13	14	14	14	16	143
Sektor 20	0	6	3	7	7	3	9	9	14	13	15	18	104
Sektor 25	0	16	13	14	14	14	15	19	21	19	19	21	185
Sektor 30	0	3	7	10	8	8	13	12	15	12	16	6	110
Sektor 35	0	2	3	4	3	5	4	4	5	3	4	3	40
Sektor 45	0	0	0	2	5	4	4	1	2	1	1	5	25
Sektor 50	0	1	1	1	1	1	1	3	0	0	0	0	9
Sektor 55	0	0	0	0	0	0	0	2	1	1	1	0	5

Sumber: Data diolah

6.2. Deskripsi statistik variabel penelitian

Deskripsi statistik variabel-variabel penelitian berisi informasi karakteristik emiten sesuai spesifikasi model penelitian yang diajukan untuk menguji hipotesis pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Deskripsi variabel penelitian sampel keseluruhan dan deskripsi statistik variabel-variabel penelitian dari *subsample-subsample* disajikan pada Tabel 6.2 – 6.5.

Tabel 6.2 Deskripsi Variabel Penelitian Sampel Keseluruhan

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std.Dev.
ABNRETURN	0,002	-0,135	4,420	-1,553	0,776
XCASH	0,038	0,036	0,162	0,000	0,028
EVA	-0,018	-0,005	0,435	-0,959	0,098
RISK	0,276	0,228	1,206	0,008	0,177
SIZE	13,406	13,516	17,543	8,628	1,702

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std.Dev.
N Observasi	672				

Tabel ini berisi informasi deskripsi statistik (*Mean*, *maximum*, *minimum* dan standar deviasi) variabel penelitian dari 672 perusahaan tahun. Variabel-variabel tersebut adalah : ABNRETURN yaitu kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). XCASH adalah *cash* yang melebihi *cash* normal, yang diperoleh dari nilai residu estimasi *cash* hasil regresi yang memiliki tanda positif. EVA adalah *Economic Value Added* yaitu pengukuran kinerja perusahaan berbasis penciptaan nilai bagi pemegang saham, Rumus $EVA = (NOPAT - (WACC \times CAPITAL)) / TOTAL \text{ ASET}$. RISK adalah risiko yaitu simpangan nilai ekspektasi aset yang menjadi proksi risiko spesifik perusahaan yang dinormalisasi dengan $TOTAL \text{ ASET}_t$. SIZE adalah ukuran perusahaan. Rumus: $\ln(TOTAL \text{ ASET}_{\text{riil}})$.

Tabel 6.3 Deskripsi Variabel Penelitian yang Diklasifikasi Menggunakan Variabel Pemoderasi Tidak Terkendala Pendanaan Menurut Kriteria Membayar Dividen dan Kriteria Majemuk

	Kriteria Membayar Dividen					
	Tidak Terkendala			Terkendala		
	Mean	Median	Std.Dev.	Mean	Median	Std.Dev.
ABNRETURN	0,067	-0,073	0,743	-0,092	-0,251	0,813
XCASH	0,039	0,039	0,024	0,037	0,028	0,032
EVA	0,011	0,000	0,076	-0,060	-0,037	0,111
RISK	0,279	0,229	0,183	0,272	0,226	0,170

SIZE	13,830	13,891	1,507	12,797	12,674	1,782
N Observasi	396			276		
Kriteria Majemuk (Dividen, Cash flow, MTB, Utang)						
	Tidak Terkendala			Terkendala		
	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Std.Dev.</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Std.Dev.</i>
ABNRETURN	0,092	-0,099	0,825	-0,233	-0,303	0,571
XCASH	0,039	0,038	0,027	0,035	0,029	0,028
EVA	-0,012	0,000	0,107	-0,035	-0,022	0,071
RISK	0,281	0,232	0,183	0,262	0,223	0,162
SIZE	13,399	13,553	1,751	13,424	13,472	1,573
Observasi	484			188		

Jumlah sampel keseluruhan sebanyak 672 observasi. Kriteria membayar dividen membagi sampel keseluruhan ke dalam *subsample* tidak terkendala pendanaan sebanyak 396 observasi dan 276 observasi masuk ke dalam *subsample* terkendala pendanaan. Kriteria majemuk (membayar dividen, *cash flow* tinggi, BTM rendah dan Utang rendah) mengklasifikasi 484 observasi ke dalam *subsample* tidak terkendala pendanaan dan selebihnya sebanyak 188 observasi masuk ke dalam *subsample* terkendala pendanaan.

Menurut klasifikasi pemoderasi tidak terkendala pendanaan menggunakan proksi membayar dividen, emiten yang masuk ke dalam klasifikasi tidak terkendala pendanaan, diantaranya SMGR, PNSE, MRAT, JTPE, FAST, ANTM, CTBN, dan lain-lain. Emiten yang terkendala pendanaan diantaranya DAVO, ENRG, HITS, KICI, KONI, PSDN, ULTJ, dan lain-lain. Berdasarkan proksi kriteria majemuk, emiten yang masuk ke dalam klasifikasi tidak terkendala pendanaan meliputi emiten ANTM, CMNP, CTBN,

FAST, JTPE, SMGR, dan lain-lain. Emiten yang masuk ke dalam klasifikasi terkendala pendanaan, diantaranya ALMI, KONI, MEDC, TKIM, dan lain-lain.

Tabel 6.4 Deskripsi Variabel Pemoderasi Kepemilikan Saham oleh Pemegang Saham Utama

	Struktur Kepemilikan								
	Sangat Terkonsentrasi			Kurang Terkonsentrasi dan Kurang Tersebar			Sangat Tersebar		
	Mea	Medi	Std.	Mea	Medi	Std.	Mea	Medi	Std.
	n	an	Dev.	n	an	Dev.	n	an	Dev.
ABN		-							
RETUR		0,23							
N	0,018	9	0,855	0,001	0,121	0,751	0,135	0,199	0,727
XCASH	0,03	0,03	0,02	0,03	0,03	0,02		0,03	0,03
	6	6	4	8	5	8	0,037	2	0
EVA	0,00	0,00	0,06	-	-		0,04	-	
	3	4	6	0,016	0,001	0,097	6	0,031	0,130
RISK	0,30		0,20	0,26			0,29		
	5	0,234	8	9	0,223	0,178	6	0,249	0,157
SIZE	13,39	13,30		13,43	13,55		13,43	13,75	
	9	3	1,397	1	8	1,808	4	0	1,226
Observasi	83			473			88		

Jumlah sampel keseluruhan sebanyak 672 observasi. *Subsample* struktur kepemilikan sangat terkonsentrasi menggunakan kriteria kepemilikan saham oleh pemegang saham utama yang melebihi 70%, yaitu sebanyak 83 observasi. *Subsample* struktur kepemilikan sangat tersebar menggunakan kriteria kepemilikan

saham terbesar kurang dari 25% , yaitu sebanyak 88 observasi. Sampel yang tidak memenuhi kedua kriteria sebanyak 473 observasi dimasukkan ke dalam *subsample* struktur kepemilikan kurang tersebar dan kurang terkonsentrasi. 28 observasi dikeluarkan dari sampel karena datanya tidak lengkap

Besanya saham yang dimiliki pemegang saham utama dari emiten yang termasuk *subsample* struktur kepemilikan sangat terkonsentrasi adalah 70.6% (AKPI), 86.13% (MDRN), 74% (MEDC), 70,93% (MPPA), 85% (UNTR), dan lain-lain. Contoh kepemilikan oleh pemegang saham utama dari emiten yang masuk dalam *subsample* struktur kepemilikan sangat tersebar diantaranya adalah 16,83% (INTA), 19,94% (JPFA), 19,98% (KICI), 9,92% (MRAT), 21% (PANR), 15,52% (TMAS), dan lain-lain.

Tabel 6.5 Deskripsi Variabel Pemoderasi Kesulitan Keuangan

	Kesulitan Keuangan					
	Sangat Kesulitan			Kurang Kesulitan		
	Mean	Median	Std.Dev.	Mean	Median	Std.De v.
ABNRETURN	-0,238	-0,319	0,765	0,068	-0,077	0,762
XCASH	0,031	0,020	0,029	0,039	0,038	0,026
EVA	-0,047	-0,035	0,101	-0,001	0,000	0,080
RISK	0,284	0,257	0,158	0,274	0,225	0,177
SIZE	13,658	13,759	1,778	13,550	13,680	1,611
Observasi	61			530		

Jumlah sampel keseluruhan sebanyak 672 observasi. *Subsample* sangat kesulitan keuangan menggunakan kriteria TIER positif dan DTIER=1, yaitu sebanyak 61 observasi. *Subsample* kurang kesulitan keuangan menggunakan kriteria TIER positif dan

DTIER=0, yaitu sebanyak 530 observasi. 81 observasi dikeluarkan dari sampel karena data terkait tidak tersedia

Emiten-emiten yang masuk dalam klasifikasi sangat kesulitan keuangan, diantaranya adalah MPPA, INDY, KIAS, KICI, META dan lain-lain. Sebaliknya emiten yang kurang kesulitan keuangan antara lain ANTM, CTBN, DGIK, EKAD, FAST, INCO, INDF, JSPT, JTPE, MEDC, SMGR, TOTO, TSPC, TURI, dan lain-lain.

HASIL TEMUAN EMPIRIS PENGARUH *EXCESS CASH* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

7.1. Model regresi untuk menguji pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Pengujian hipotesis penelitian dilakukan menggunakan dua model yang telah dipilih sesuai kriteria asumsi model regresi yang BLUE dan kriteria kebaikan suai (*goodness of fit*) berupa nilai *Adjusted R²* dan nilai SSR (*Sum squared Residual*). Model 1 menyajikan hasil pengujian yang utama, sedangkan model 2 menyajikan hasil reestimasi pengujian hipotesis.

Bab ini memfokuskan pada pengujian pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan untuk mengetahui apakah *excess cash* dapat menjadi petunjuk yang signifikan atas masalah keagenan *free cash-flow*. Hipotesis memperkirakan bahwa *excess cash* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Tabel 7.1 menyajikan ringkasan hasil pengujian.

Tabel 7.1 Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh Excess Cash terhadap Nilai Perusahaan

Variabel Dependen : ABNRETURN

	1		2			
	Koef.	t-Stat	Koef.	t-Stat		
C	-0,209	-1,340	-0,441	-5,769	***	
XCASH	-0,767	-2,730	***	-0,579	-2,588	***
EVA	1,744	19,533	***	1,699	26,425	***
RISK	1,146	3,401	***	0,953	4,651	***
SIZE	-0,006	-0,710		0,015	2,372	**
Observasi	672		773			

Sumber: Lampiran

Tabel menyajikan ringkasan hasil pengujian hipotesis menggunakan estimator EGLS. Model 1 menyajikan hasil pengujian utama, sedangkan model 2 menyajikan hasil reestimasi uji hipotesis. Pengukuran variabel dependen ABNRETURN yaitu kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). XCASH adalah *cash* yang melebihi *cash* normal, yang diperoleh dari nilai residu estimasi *cash* hasil regresi yang memiliki tanda positif. EVA adalah *Economic Value Added* yaitu pengukuran kinerja perusahaan berbasis penciptaan nilai bagi pemegang saham, Rumus $EVA = (NOPAT - (WACC \times CAPITAL)) / TOTAL \ ASET$. RISK adalah risiko yaitu simpangan nilai ekspektasi aset yang menjadi proksi risiko spesifik perusahaan yang dinormalisasi dengan $TOTAL \ ASET_t$. SIZE adalah ukuran perusahaan. Rumus: $\ln(TOTAL \ ASET_{riii})$. Nilai *t-statistic* yang *heterokedasticity robust* White (1980) disajikan pada kolom setelah kolom koefisien. Tanda *** = signifikan pada

level 1%, **= signifikan pada level 5% dan *= signifikan pada level 10%.

Hasil pengujian hipotesis pertama pada Tabel 7.1 menunjukkan bahwa *excess cash* menimbulkan masalah keagenan, sehingga berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa koefisien regresi variabel *excess cash*, XCASH ($\beta_1 = -0,767$) bertanda negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1%. Begitupula hasil reestimasi menunjukkan tanda koefisien negatif dan signifikan. Dengan demikian, hipotesis 1 yang menyatakan bahwa *excess cash* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan didukung dan *robust*.

Hasil temuan empiris ini menunjukkan bahwa *excess cash* menjadi suatu petunjuk yang signifikan dalam mendukung *agency free cash flow hypothesis*. Artinya, *excess cash* merupakan salah satu aset perusahaan yang memiliki risiko yang tinggi untuk dialokasikan pada proyek-proyek yang tidak efisien, diborosan dan disalahgunakan karena *cash* dapat dirubah menjadi aset apapun dengan biaya yang relatif lebih murah dibandingkan aset lainnya (Jensen, 1986, Myers dan Rajan, 1998, Fresard dan Salva, 2010, Attig, et al., 2011). Teori *agency cost of free cash flow* menjelaskan bahwa *cash* yang diakumulasi secara berlebihan dipersepsikan dapat meningkatkan insentif pihak pengendali perusahaan untuk membelanjakan *cash* yang berlebihan tersebut pada proyek-proyek yang hanya menguntungkan pihak pengendali perusahaan, sehingga akan dipersepsikan negatif oleh investor luar. Temuan penelitian ini mendukung teori *agency cost of free cash flow*, sesuai dengan temuan Pinkowitz dan Williamson (2004), Faulkendar dan Wang (2006), Lee dan Powell (2011), Chen, et al. (2012).

HASIL TEMUAN EMPIRIS EFEK TIDAK TERKENDALA PENDANAAN DALAM MEMPERKUAT PENGARUH NEGATIF *EXCESS CASH* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

8.1. Model regresi untuk menguji efek tidak terkendala pendanaan dalam memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Hipotesis ini diajukan untuk mengeluarkan hipotesis *financing flexibility* dari kerangka konseptual penelitian agar penelitian ini dapat fokus menguji *agency of free cash flow hypothesis*. Hipotesis dirumuskan dengan argumen yang bertentangan dengan teori *financing flexibility hypothesis*, yaitu efek tidak terkendala pendanaan memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Jika didukung oleh data dalam penelitian ini, maka implikasi *excess cash* sesuai dengan *agency free cash flow hypothesis*.

Tabel 8.1 Hasil Pengujian Hipotesis Efek Tidak Terkendala Pendanaan dalam Memperkuat Pengaruh Negatif Excess Cash terhadap Nilai Perusahaan

Variabel Dependen : ABNRETURN

	1		2			
	Kriteria Membayar Dividen					
	Koef.	t-Stat	Koef.	t-Stat		
C	-0,356	-2,052	**	-0,418	-4,095	***
XCASH	0,025	1,354		-0,904	-1,407	
EVA	1,480	5,677	***	1,610	14,665	***
RISK	1,138	3,177	***	1,006	4,587	***
SIZE	0,001	0,074		0,011	0,969	
DDIV	0,076	1,633		0,052	1,613	
XCASH*DDIV	-1,674	-2,732	***	0,130	0,126	
Observasi	672		773			
	Kriteria Majemuk					
	Koef.	t-Stat	Koef,	t-Stat		
C	-0,587	-3,789	***	-0,682	-11,745	***
XCASH	-0,182	-0,139		0,000	0,003	
EVA	1,282	7,064	***	1,549	28,916	***
RISK	1,040	2,473	**	0,933	5,466	***
SIZE	0,008	0,544		0,019	2,885	***
DMULTIPLE	0,302	5,273	***	0,259	8,424	***
XCASH*DMULTIPLE	-1,671	-1,817	*	-1,053	-1,383	
Observasi	672		773			

Sumber: Lampiran

Tabel menyajikan ringkasan hasil pengujian hipotesis menggunakan estimator EGLS. Model 1 menyajikan hasil pengujian utama, sedangkan model 2 menyajikan hasil reestimasi uji hipotesis Pengukuran variabel ABNRETURN yaitu kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). XCASH adalah *cash* yang melebihi *cash* normal, yang diperoleh dari nilai residu estimasi *cash* hasil regresi yang memiliki tanda positif. EVA adalah *Economic Value Added* yaitu pengukuran kinerja perusahaan berbasis penciptaan nilai bagi pemegang saham, Rumus $EVA = (NOPAT - (WACC \times CAPITAL)) / TOTAL \text{ ASET}$. RISK adalah risiko yaitu simpangan nilai ekspektasi aset yang menjadi proksi risiko spesifik perusahaan yang dinormalisasi dengan TOTAL ASET t. SIZE adalah ukuran perusahaan. Rumus: $\ln(TOTAL \text{ ASET riil})$. Variabel dami membayar dividen diberi nilai DDIV=1 dan DDIV=0 jika tidak membayar dividen. Variabel DMULTI=1 jika memenuhi kriteria membayar dividen, *cash flow* tinggi, MTBA rendah dan utang rendah. DMULTI=0 jika tidak. Nilai *t-statistic* yang *heterokedasticity robust* White (1980) disajikan pada kolom setelah kolom koefisien. Tanda *** = signifikan pada level 1%, ** = signifikan pada level 5% dan * = signifikan pada level 10%.

Tabel 8.1 kolom pertama berisi variabel penjelas, diikuti kolom hasil estimasi regresi interaksi variabel pemoderasi dengan variabel utama. Pendekatan *Moderated Regression Analysis* menunjukkan bahwa koefisien interaksi XCASH*DDIV bertanda negatif ($\beta_3 = -1,674$) dan signifikan pada tingkat signifikansi 1% ketika tidak terkendala pendanaan diklasifikasi menggunakan kriteria membayar dividen. Ketika menggunakan kriteria majemuk, koefisien interaksi XCASH*DMULTIPLE juga bertanda negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 10% dengan nilai koefisien $\beta_3 = -1,671$. Hasil reestimasi menggunakan pendekatan MRA menunjukkan bahwa variabel pemoderasi merupakan variabel *homologizer* sehingga untuk menguji efek pemoderasi

harus dilakukan pengujian dengan *subsample analysis*. Hasilnya mendukung bahwa pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan lebih kuat pada *sub sample* perusahaan yang tidak terkendala pendanaan menggunakan kriteria majemuk.

Hasil temuan penelitian bahwa efek tidak terkendala pendanaan berdampak pada *return* yang negatif, konsisten dengan hasil temuan Pinkowitz dan Williamson (2004), Denis dan Sibilkov (2010) dan Tong (2011), yang menyatakan bahwa tidak terkendala pendanaan menyebabkan *cash* kurang memiliki nilai dibandingkan nilai *cash* ketika terkendala pendanaan. Menurunnya nilai *cash* yang lebih negatif merupakan respon atas meningkatnya *agency cost of free cash flow*.

HASIL TEMUAN EMPIRIS EFEK KEPEMILIKAN SANGAT TERKONSENTRASI DALAM MEMPERKUAT PENGARUH NEGATIF *EXCESS CASH* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

9.1. Model regresi untuk menguji efek kepemilikan sangat terkonsentrasi dalam memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Hipotesis penelitian memperkirakan bahwa efek kepemilikan sangat terkonsentrasi memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Hipotesis penelitian ini memperkirakan bahwa pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan lebih kuat pada *subsample* kepemilikan sangat terkonsentrasi dibandingkan pada *subsample* kepemilikan kurang terkonsentrasi. Tabel 9.1 menyajikan hasil pengujian hipotesis dan hasil reestimasi pada model 2.

Tabel 9.1 Hasil Pengujian Hipotesis Efek Kepemilikan Sangat Terkonsentrasi dalam Memoderasi Pengaruh *Excess Cash* terhadap Nilai Perusahaan

Variabel Dependen : ABNRETURN

	1		2	
	Kepemilikan Sangat Terkonsentrasi			
	Koef.	t-Stat	Koef.	t-Stat
C	-0,473	-3,326 ***	-0,442	-7,237 *
XCASH	-0,184	-0,680	-0,311	-1,381
EVA	1,706	40,285 ***	1,739	32,502 *
RISK	1,118	3,785 ***	0,899	5,546 *
SIZE	0,011	1,066	0,015	2,139 *
DOWN1	0,058	1,237	-0,103	-2,146 *
XCASH*DOWN1	-4,433	-4,012 ***	-2,321	-1,769 *
Observasi	644		734	

Sumber: Lampiran

Tabel menyajikan ringkasan hasil pengujian hipotesis menggunakan estimator EGLS. Model 1 menyajikan hasil pengujian utama, sedangkan model 2 menyajikan hasil reestimasi uji hipotesis. Pengukuran variabel-variabel adalah sebagai berikut ini. ABNRETURN yaitu kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). XCASH

adalah *cash* yang melebihi *cash* normal, yang diperoleh dari nilai residu estimasi *cash* hasil regresi yang memiliki tanda positif. EVA adalah *Economic Value Added* yaitu pengukuran kinerja perusahaan berbasis penciptaan nilai bagi pemegang saham, Rumus $EVA = (NOPAT - (WACC \times CAPITAL)) / TOTAL \text{ ASET}$. RISK adalah risiko yaitu simpangan nilai ekspektasi aset yang menjadi proksi risiko spesifik perusahaan yang dinormalisasi dengan $TOTAL \text{ ASET}$ t. SIZE adalah ukuran perusahaan. Rumus: $\ln(TOTAL \text{ ASET riil})$. Pengukuran variabel-variabel. yang memenuhi kriteria *subsample* DOWN1=1 adalah, jika hasil klasifikasi menunjukkan proporsi saham yang dimiliki oleh pemegang saham terbesar lebih dari 70%. DOWN1=0 jika menunjukkan proporsi saham yang dimiliki oleh pemegang saham terbesar kurang dari atau sama dengan 70% namun tidak kurang dari 25%. Nilai *t-statistic* yang *heterokedasticity robust* White (1980) disajikan pada kolom setelah kolom koefisien *** = signifikan pada level 1%, ** = signifikan pada level 5% dan * = signifikan pada level 10%.

Hasil pengujian pada Tabel 9.1 menunjukkan bahwa hasil estimasi menggunakan *Moderated regression Analysis*, koefisien interaksi XCASH * DOWN1 bertanda negatif ($\beta_1 = -4,433$) dan signifikan pada tingkat sigifikansi 1%. Efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan lebih kuat ketika variabel *dami* kepemilikan saham utama lebih dari 70%. Kepemilikan sangat terkonsentrasi secara signifikan berperan sebagai *moderator* yang memiliki efek memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Reestimasi yang ditunjukkan pada model 2 menunjukkan tanda koefisien yang negatif dan signifikan. Dengan demikian, hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan lebih kuat pada perusahaan yang kepemilikannya sangat terkonsentrasi didukung.

Kepemilikan sangat terkonsentrasi memiliki efek memperkuat pengaruh negatif *excess cash* karena pada proporsi kepemilikan saham melebihi 70%, tindakan ekspropriasi lebih dominan dilakukan (Jani, *et al.*, 2004; Faisal, 2013). Oleh sebab itu pemegang saham pengendali memiliki insentif untuk menumpuk *cash* melebihi *cash* normal, sehingga memunculkan masalah keagenan, seperti melakukan investasi-lebih (*overinvestment*) yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham minoritas. Ekspektasi atas terjadinya masalah keagenan tercermin dari pemotongan nilai perusahaan oleh investor luar. Hasil pengujian ini mendukung hasil temuan Liu (2011) dan Attig, *et al.* (2011), Kusnadi (2011).

HASIL TEMUAN EMPIRIS EFEK KEPEMILIKAN SANGAT TERKONSENTRASI DALAM MEMPERKUAT PENGARUH NEGATIF *EXCESS CASH* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

10.1. Model regresi untuk menguji efek kepemilikan sangat tersebar dalam memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Hipotesis penelitian menduga bahwa kepemilikan sangat tersebar memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Dengan kata lain, pengaruh negatif *excess cash* lebih kuat ketika kepemilikan sangat tersebar daripada kepemilikan kurang tersebar. Ringkasan hasil estimasi disajikan pada Tabel 9.1 berikut ini.

Tabel 10.1 Hasil Pengujian Hipotesis Efek Kepemilikan Sangat Tersebar dalam Memoderasi Pengaruh Excess Cash Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel Dependen : ABNRETURN

	1		2	
	Kepemilikan Sangat Tersebar			
	Koef.	t-Stat	Koef.	t-Stat
C	-0,463	-2,485 **	-0,466	-5,312 ***
XCASH	-0,507	-3,926 ***	-0,050	-0,127
EVA	1,657	32,845 ***	1,641	44,739 ***
RISK	1,059	3,249 ***	0,858	4,528 ***
SIZE	0,012	0,923	0,016	2,196 **
DOWN2	0,032	0,673	-0,007	-0,208
XCASH*DOWN2	-2,537	-2,492 **	-2,385	-2,644 ***
Observasi	644		734	

Sumber: Lampiran

Tabel menyajikan ringkasan hasil pengujian hipotesis menggunakan estimator EGLS. Model 1 menyajikan hasil pengujian utama, sedangkan model 2 menyajikan hasil reestimasi uji hipotesis. Pengukuran variabel-variabel adalah sebagai berikut ini. ABNRETURN yaitu kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). XCASH adalah *cash* yang melebihi *cash* normal, yang diperoleh dari nilai residu estimasi *cash* hasil regresi yang memiliki tanda positif. EVA adalah *Economic Value Added* yaitu pengukuran kinerja perusahaan berbasis penciptaan nilai bagi pemegang saham, Rumus $EVA = (NOPAT - (WACC \times CAPITAL)) / TOTAL \text{ ASET}$. RISK adalah risiko yaitu simpangan nilai ekspektasi aset yang menjadi proksi risiko spesifik perusahaan yang dinormalisasi dengan

TOTAL ASET_t. SIZE adalah ukuran perusahaan. Rumus: $\ln(\text{TOTAL ASET riil})$. Yang memenuhi kriteria *subsample* DOWN2=1 adalah jika hasil klasifikasi menunjukkan proporsi saham yang dimiliki oleh pemegang saham terbesar kurang dari 25%. DOWN2=0 jika menunjukkan proporsi saham yang dimiliki oleh pemegang saham terbesar lebih dari atau sama dengan 25% namun tidak lebih dari 70%. Nilai *t-statistic* yang *heterokedasticity robust* White (1980) disajikan pada kolom setelah kolom koefisien. *** = signifikan pada level 1%, **= signifikan pada level 5% dan *= signifikan pada level 10%.

Penelitian ini menguji hipotesis penelitian ini menggunakan pendekatan *Moderated Regression Analysis*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan sangat tersebar terdukung sebagai pemoderasi karena koefisien interaksi variabel XCASH*DOWN2 ($\beta_3=-2,537$) bertanda negatif dengan tingkat signifikansi 5%. Reestimasi pada model 2 juga mendukung karena koefisien interaksi juga bertanda negatif dan signifikan. Dengan demikian masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer yang ditimbulkan oleh *excess cash* terdukung oleh data dalam penelitian ini. Hasil penelitian ini sangat sesuai dengan temuan Kalcheva dan Lins (2007), Lee dan Lee (2009), dan Faisal (2013). Temuan Kalcheva dan Lins (2007) adalah nilai perusahaan lebih rendah ketika manajemen selaku pengendali perusahaan menahan *excess cash*. Pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan lebih bermakna ketika ekspektasi *entrenchment* oleh manajemen tinggi (Lee dan Lee, 2009). Pada struktur kepemilikan sangat tersebar, memungkinkan terjadinya *entrenchment* oleh manajemen perusahaan akibat adanya *free-rider problem*. Hasil riset Faisal (2013) juga menemukan nilai perusahaan turun ketika tingkat konsentrasi kepemilikan di bawah 30% karena *free rider problem*.

Free rider problem menjadikan biaya pengawasan menjadi mahal, sehingga pemegang saham tidak memiliki motivasi yang kuat untuk melakukan pengawasan. Pengawasan yang lemah terhadap manajemen, meningkatkan insentif manajemen untuk melakukan tindakan *perquisite*. Oleh sebab itu investor luar merespon negatif *excess cash* ketika kepemilikan saham sangat tersebar.

HASIL TEMUAN EMPIRIS EFEK KESULITAN KEUANGAN DALAM MEMPERKUAT PENGARUH NEGATIF *EXCESS CASH* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

11.1. Model regresi untuk menguji efek kesulitan keuangan dalam memoderasi pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan

Kesulitan keuangan adalah suatu masalah atau suatu kesulitan yang disebabkan oleh ketidakmampuan perusahaan memenuhi kewajiban tetapnya. Kesulitan keuangan dapat terjadi karena kesulitan ekonomi sehingga perusahaan tidak mampu menghasilkan laba untuk membayar bunga kepada lembaga pemberi utang. Kesulitan keuangan juga dapat terjadi ketika kondisi fundamental perusahaan sehat, namun rasio utang yang tinggi atau berlebihan dapat menimbulkan kesulitan keuangan.

Ketika perusahaan kesulitan keuangan, maka investasi yang dipilih adalah yang risikonya sangat rendah, yaitu *cash*, sehingga pemegang saham tidak memiliki pilihan untuk menempatkan investasi pada proyek yang lain yang *returnnya*

lebih tinggi. Konflik kepentingan antara pemegang saham dan *debtholders* ketika perusahaan kesulitan keuangan direspon negatif oleh investor luar.

Tabel 11.1 Hasil Pengujian Hipotesis Efek Kesulitan Keuangan dalam Memperkuat Pengaruh Negatif *Excess Cash* terhadap Nilai Perusahaan

Variabel Dependen :
ABNRETURN

	1		2		
	Sangat Kesulitan Keuangan				
	Koef.	t-Stat	Koef.	t-Stat	
C	-0,326	-0,326 *	-0,462	-0,462 *	**
XCASH	0,451	0,451	-0,346	-0,346	
EVA	2,050	2,050 ***	1,504	1,504 *	**
RISK	1,256	1,256 ***	1,199	1,199 *	**
SIZE	-0,001	-0,001	0,014	0,014	
DISTRESS	-0,174	-0,174 **	-0,154	-0,154 *	**
XCASH*DISTRESS	-2,853	-2,853 *	-4,794	-4,794 *	**
Observasi	591		649		

Sumber: Lampiran

Tabel menyajikan ringkasan hasil pengujian hipotesis menggunakan *estimator* EGLS. Model 1 menyajikan hasil pengujian utama, sedangkan model 2 menyajikan hasil reestimasi uji hipotesis. Pengukuran variabel-variabel adalah sebagai berikut ini. ABNRETURN yaitu kelebihan dari return yang sesungguhnya

terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). *XCASH* adalah *cash* yang melebihi *cash* normal, yang diperoleh dari nilai residu estimasi *cash* hasil regresi yang memiliki tanda positif. *EVA* adalah *Economic Value Added* yaitu pengukuran kinerja perusahaan berbasis penciptaan nilai bagi pemegang saham, Rumus $EVA = (NOPAT - (WACC \times CAPITAL)) / TOTAL \text{ ASET}$. *RISK* adalah risiko yaitu simpangan nilai ekspektasi aset yang menjadi proksi risiko spesifik perusahaan yang dinormalisasi dengan *TOTAL ASET* t . *SIZE* adalah ukuran perusahaan. Rumus: $\ln(TOTAL \text{ ASET riil})$. Yang memenuhi kriteria *subsample DISTRESS=1* adalah jika *TIER* non negatif <1 . *DISTRESS=0*, jika tidak memenuhi kriteria tersebut. Nilai *t-statistic* yang *heterokedasticity robust White* (1980) disajikan pada kolom setelah kolom koefisien *** = signifikan pada level 1%, ** = signifikan pada level 5% dan * = signifikan pada level 10%.

Hasil estimasi pada Tabel 11.1 menggunakan *Moderated regression Analysis* menunjukkan bahwa kesulitan keuangan memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan karena koefisien interaksi *excess cash* dengan kesulitan keuangan, $XCASH * DISTRESS (\beta_3 = -2,853)$ bertanda negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Hasil reestimasi juga menunjukkan koefisien interaksi bertanda negatif dan signifikan. Kesulitan keuangan menjadi *moderator* yang secara signifikan memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis 5 terdukung bahwa pada perusahaan yang sangat kesulitan keuangan terdapat masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *excess cash*. Efek negatif *excess cash* lebih kuat pada perusahaan yang sangat kesulitan keuangan, sebagaimana yang dihipotesiskan dalam hipotesis penelitian.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil temuan Pinkowitz dan Williamson (2004) yang menyatakan bahwa bagi investor luar, *cash* kurang memiliki nilai ketika perusahaan kesulitan keuangan,

sehingga direspon negatif oleh investor dari luar karena investor lebih menyukai investasi yang menghasilkan *return* yang tinggi, sementara ketika perusahaan sangat kesulitan keuangan investasi yang terbaik adalah yang risikonya minimal, sehingga tidak sesuai dengan ekspektasi investor.

RINGKASAN HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS PENELITIAN

Seluruh model penelitian didisain untuk menguji pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan dan menguji peran *corporate governance* dalam mengendalikan masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *excess cash* melalui peran dewan komisaris, peran pemegang saham besar majemuk dan peran utang. Ringkasan hasil pengujian seluruh hipotesis penelitian disajikan pada Tabel 12.1

Tabel 12.1 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hip	Model	β	Arah Hub	Koef.	t-Stat		Keputusan
H1	1	β_1	negatif	-0,767	-2,730	***	H1
	2	β_1	negatif	-0,579	-2,588	***	didukung dan bertahan
H2	1	β_3	negatif	-1,674	-2,732	***	H2
	2	β_3	negatif	0,130	0,126		Didukung, namun tidak bertahan
H2	1	β_3	negatif	-1,671	-1,817	*	H2

Hip	Model	β	Arah Hub	Koef.	t-Stat		Keputusan
	2	β_3	negatif	-1,053	-1,383		didukung dan bertahan
H3	1	β_3	negatif	-4,433	-4,012	***	H3
	2	β_3	negatif	-2,321	-1,769	*	didukung dan bertahan
H4	1	β_3	negatif	-2,537	-2,492	**	H4
	2	β_3	negatif	-2,385	-2,644	***	didukung dan bertahan
H5	1	β_3	negatif	-2,853	-1,588	*	H5
	2	β_3	negatif	-4,794	-8,526	***	didukung dan bertahan

Sumber: Tabel 7.1 – 11.1

Ringkasan hasil temuan penelitian pada tabel 11.1 menunjukkan bahwa *excess cash* menjadi suatu petunjuk yang signifikan dalam mendukung hipotesis keagenan arus kas bebas (*agency free cash flow hypothesis*). Selama ini riset terdahulu menggunakan proksi *free cash flow* atau *internal cash flow*. Temuan lainnya, dengan mengacu pada model penelitian yang memfokuskan pada peran *corporate governance* dalam mengendalikan masalah keagenan, maka penelitian ini menunjukkan bahwa persepsi investor dapat berubah menjadi lebih positif ketika perusahaan melakukan upaya pengendalian masalah keagenan yang timbul melalui pengurangan dominasi kepemilikan pemegang saham utama, sehingga terdapat lebih dari satu pemegang saham besar atau pemegang saham besar majemuk dengan jumlah kepemilikan saham yang berimbang.

PEMBAHASAN

Penelitian ini didisain untuk menguji pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Riset ini sangat penting dilakukan karena *excess cash* memiliki fungsi strategis sehingga berperan dalam menentukan nilai perusahaan. Implikasi mengalokasikan *cash* yang melebihi *cash* normal atau disebut *excess cash* seperti pedang bermata dua. Di satu sisi, *cash* yang besar memberikan fleksibilitas untuk menghindari biaya yang timbul akibat investasi-kurang (*under-investment*). Pada sisi lain *excess cash* memiliki peluang untuk diinvestasikan oleh pihak pengendali perusahaan untuk membiayai proyek-proyek yang beresiko, untuk mendapatkan keuntungan pribadi atau digunakan untuk *perquisite* yang hanya menguntungkan pihak pengendali perusahaan dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas (non pengendali). Pihak investor luar akan mengantisipasi potensi eksploitasi *excess cash* dengan menurunkan nilai perusahaan ketika *corporate governance* lemah, melakukan pembiaran, kurang memberikan pengawasan kepada pihak pengendali perusahaan sehingga pihak pengendali tidak memiliki hambatan untuk melakukan tindakan penyimpangan dalam mengalokasikan *excess cash*. Sebaliknya, jika *corporate governance* efektif, maka masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *excess cash* dapat dikendalikan melalui tindakan

pengawasan (*monitoring*) yang aktif melalui fungsi *supervising* dan *advising* dari dewan komisaris; melalui hak suara para pemegang saham besar yang umumnya merupakan investor institusi untuk *exit* (menjual saham), hak suara untuk menentang kebijakan yang merugikan ketika rapat umum tahunan atau melibatkan diri melalui diskusi dengan para eksekutif perusahaan, bahkan mengambil tindakan hukum jika diperlukan. Utang juga dapat berperan melalui alat disiplin dan alat *bonding* bagi manajemen.

Temuan pertama membuktikan bahwa *excess cash* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Temuan empiris ini menunjukkan bahwa *excess cash* menjadi suatu petunjuk yang signifikan dalam mendukung hipotesis keagenan arus kas bebas (*agency free cash flow hypothesis*). *Excess cash* merupakan aset perusahaan yang paling mudah dan paling murah untuk dialokasikan secara tidak efisien atau disalahgunakan. Ketika terdapat karakteristik perusahaan yang dinilai berpotensi menimbulkan masalah keagenan, maka investor luar akan melakukan antisipasi dengan memberikan respon negatif kepada perusahaan yang memiliki *excess cash*. Hal ini sesuai dengan teori *agency cost of free cash flow*, yang menyatakan bahwa biaya keagenan akan meningkat ketika perusahaan memiliki *excess cash*. Reaksi yang negatif atas *excess cash* merupakan bentuk antisipasi investor luar atas meningkatnya potensi tindakan *entrenchment* dan eksploitasi *private benefit* oleh pemegang saham pengendali atau manajemen, untuk kepentingan mereka sendiri dan mengabaikan kepentingan pemegang saham dari luar.

Temuan kedua menunjukkan bahwa efek tidak terkendala pendanaan memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Temuan empiris ini menunjukkan bahwa *excess cash* pada perusahaan tidak terkendala pendanaan juga menjadi suatu petunjuk yang lebih kuat dalam mendukung hipotesis keagenan arus kas bebas (*agency free cash flow hypothesis*). Hasil riset ini

membuktikan bahwa ketika perusahaan tidak terkendala pendanaan, efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan lebih kuat dibandingkan efek *excess cash holdings* terhadap nilai perusahaan ketika perusahaan terkendala pendanaan. Hal ini sesuai dengan teori *agency cost of free cash flow*. Respon negatif investor luar terhadap *excess cash* merupakan bentuk antisipasi investor luar atas ketidak relevan motif mengakumulasi *excess cash* ketika perusahaan tidak terkendala pendanaan. Penelitian ini berargumen bahwa akumulasi *excess cash* tersebut dimotivasi oleh motif keagenan, sehingga investor luar akan merespon negatif.

Temuan ketiga, karakteristik perusahaan yang diduga memiliki efek untuk memperkuat masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *excess cash* adalah struktur kepemilikan sangat terkonsentrasi, struktur kepemilikan sangat tersebar dan sangat kesulitan keuangan. Struktur kepemilikan yang berpotensi menimbulkan masalah keagenan tipe 2 adalah struktur kepemilikan yang sangat terkonsentrasi. Struktur kepemilikan yang sangat terkonsentrasi didukung oleh data penelitian dapat memperkuat pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan menjadi lebih kuat efek negatifnya ketika struktur kepemilikan sangat terkonsentrasi. Hal ini konsisten dengan *expropriation hypothesis* atau *entrenchment hypothesis* yang menyatakan bahwa tindakan *ekspropriasi excess cash* lebih dominan dilakukan ketika kepemilikan perusahaan sangat terkonsentrasi.

Temuan keempat, struktur kepemilikan yang berpotensi menimbulkan masalah keagenan tipe 1 adalah struktur kepemilikan yang sangat tersebar. Struktur kepemilikan yang sangat tersebar memperkuat efek negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif *excess cash* terhadap nilai perusahaan menjadi lebih kuat efek negatifnya ketika struktur

kepemilikan sangat tersebar. Hal ini konsisten dengan *managerial entrenchment hypothesis* yang menyatakan bahwa tindakan *ekspropriasi excess cash* oleh manajemen lebih dominan dilakukan ketika terdapat masalah *free rider* diantara pemegang saham sebagai dampak kepemilikan yang tersebar, sehingga pemegang saham tidak mengawasi manajemen.

Temuan kelima, kesulitan keuangan memoderasi pengaruh *excess cash* terhadap nilai perusahaan. Masalah keagenan antara pihak pengendali perusahaan dengan *debtholders* terjadi ketika perusahaan sangat kesulitan keuangan, sehingga investasi yang paling aman adalah pada investasi yang risikonya paling rendah. Ketika sangat kesulitan keuangan, pemegang saham selaku pengambil keputusan investasi dan operasi perusahaan tidak dapat melaksanakan investasi yang lebih beresiko. Perbedaan pilihan risiko meningkatkan masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan *debtholders*, yang akan direspon negatif oleh investor luar. Dengan demikian hipotesis terdukung dan *robust*.

IMPLIKASI PENELITIAN

Implikasi teoretis yang dihasilkan dari riset ini adalah bahwa riset ini mampu menjelaskan teori keagenan dengan menggunakan *excess cash*. Selama ini riset terdahulu menggunakan proksi *free cash flow* atau *internal cash flow*. Penelitian ini berhasil membedah tiga masalah keagenan dengan menggunakan petunjuk dari *excess cash*, yaitu masalah keagenan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas, masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham dan masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemilik utang (*debtholders*) ditinjau dari sudut pandang investor dari luar. Riset ini memperkuat temuan empiris sebelumnya di Indonesia, bahwa batas kepemilikan saham oleh pemegang saham utama lebih dari 70% dan ambang batas kepemilikan saham oleh pemegang saham utama kurang dari 25% menimbulkan masalah keagenan. Riset ini memberikan petunjuk tambahan bahwa masalah keagenan dapat terjadi secara signifikan pada perusahaan-perusahaan yang tidak terkendala pendanaan, namun menahan *cash* secara berlebihan.

Implikasi yang lain dari riset ini adalah memberikan tambahan bukti empiris bahwa spesifikasi model penilaian perusahaan menggunakan metoda berbasis nilai tambah dapat dengan baik menilai efek *excess cash*. Selama ini riset-riset nilai *cash* terfokus pada spesifikasi model penilaian menggunakan metodologi milik Fama dan French (1998) dan metodologi milik Faulkendar dan Wang (2006).

Implikasi kebijakan yang dihasilkan oleh riset ini adalah memberikan masukan kepada institusi keuangan untuk mengendalikan biaya pendanaan eksternal, sehingga perusahaan tidak perlu menghadapi biaya *cash* yang tinggi. Tingginya biaya transaksi bagi sebagian perusahaan (yang memiliki asimetri informasi yang tinggi) tersebut mendorong perusahaan untuk menahan *cash* secara berlebihan sehingga di satu sisi dapat terhindar dari masalah *under-investment* namun pada sisi lain berpotensi memunculkan masalah keagenan *excess cash* yang pada akhirnya merugikan pihak investor eksternal, karena kekayaannya diekstraksi oleh pihak pengendali perusahaan.

KETERBATASAN DAN SARAN

Hasil temuan penelitian hanya terbatas menggunakan *excess cash* sebagai petunjuk masalah keagenan arus kas bebas (*agency free cash flow hypothesis*). Peneliti memberikan beberapa saran bagi para akademisi yang akan mengembangkan riset ini di masa yang akan datang sebagai berikut. Pertama, terkait kelemahan penelitian ini, maka penelitian berikutnya menambahkan model penelitian yang dapat mengukur nilai marjinal *excess cash*. Kedua, definisi *cash* mengasumsikan bahwa investasi jangka pendek dalam bentuk *marketable securities* merupakan pengganti kas atau bentuk penyimpanan *excess cash*. Mengingat komposisi investasi jangka pendek dalam bentuk *marketable securities* mendominasi *cash*, maka perlu diteliti apakah alokasi investasi jangka pendek dalam bentuk *marketable securities* berdiri sendiri atau tidak. Jika keputusan manajerial atas investasi jangka pendek dalam bentuk *marketable securities* berdiri sendiri, maka determinannya akan berbeda dengan determinan *cash*. Hal ini menjadi keterbatasan dalam penelitian karena mengasumsikan bahwa investasi jangka pendek dalam bentuk *marketable securities* merupakan pengganti

kas. Ketiga, peneliti memberikan saran untuk menguji serangkaian hipotesis ini dengan menambah periode penelitian lebih dari 12 tahun, atau melakukan riset pada sampel lintas negara-negara ASEAN, atau sektor berbasis JASICA sehingga keterbatasan observasi yang menjadi anggota sampel dan *subsample* dapat terhindar dan validitas penelitian dapat ditingkatkan.

DAFTAR PUSTAKA

- Alles, L., Y. Lian, dan C.Y. Xu (2012). The Determinants of Target Cash Holdings and Adjustment Speeds: An Empirical Analysis of Chinese Firms. 2012 *Financial Markets dan Corporate Governance Conference*.
- Almeida, H., M. Campello, dan M.S. Weisbach (2004). "The cash flow sensitivity of cash." *The Journal of Finance* 59(4): 1777-1804.
- Attig, N., S. El Ghouli, dan O. Guedhami (2009). "Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia." *Journal of Financial Research* 32(4): 395-422.
- Attig, N., S. El Ghouli, O. Guedhami dan S. Rizeanu (2011). "The governance role of multiple large shareholders: evidence from the valuation of cash holdings." *Journal of Management and Governance*: 1-33.)
- Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., & Thakor, A. V. (1997). The search for the best financial performance measure. *Financial Analysts Journal*, 11-20.
- 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.
- Baum, C. F., M. Caglayan, N. Ozkan dan O. Talavera (2006). "The impact of macroeconomic uncertainty on non-financial firms' demand for liquidity." *Review of Financial Economics* 15(4): 289-304.

- Baumol, W. J. (1952). "The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach." *The Quarterly Journal of Economics*: 545-556.
- Bernanke, B. dan M. Gertler (1989). "Agency costs, net worth, and business fluctuations." *The American Economic Review*: 14-31.
- Brennan, M. J. dan P. J. Hughes (1991). "Stock prices and the supply of information." *The Journal of Finance* 46(5): 1665-1691.
- Burkart, M., D. Gromb dan F. Panunzi (1997). "Large shareholders, monitoring, and the value of the firm." *The Quarterly Journal of Economics* 112(3): 693-728.
- Chan, L. K. dan Chen, N. (1991), Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms, *The Journal of Finance*, 46: pp. 1467-1484.
- 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, K. dan S. Pruitt (1994). "A simple approximation of Tobin's q." *Financial Management* 23(3).
- Collins, D. W., M.S. Rozeff, dan D.S. Dhaliwal (1981). "The economic determinants of the market reaction to proposed mandatory accounting changes in the oil and gas industry: A cross-sectional analysis." *Journal of Accounting and Economics* 3(1): 37-71.
- Denis, D. J. dan V. Sibilkov (2010). "Financial constraints, investment, and the value of cash holdings." *Review of Financial Studies* 23(1): 247-269.

- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, H. Servaes (2003). "International corporate governance and corporate cash holdings." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1): 111-134.
- Dittmar, A. dan J. Mahrt-Smith (2007). "Corporate governance and the value of cash holdings." *Journal of Financial Economics* 83(3): 599-634.
- Eisenhardt, Kathleen M. "Agency Theory: An Assessment and Review." *Academy of Management Review* 14, no. 1 (1989): 57-74.
- Faisal (2013). "Mekanisme pengendalian konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas Studi empiris di Bursa Efek Indonesia". Disertasi Program Doktor Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada (tidak dipublikasikan).
- Fama, E. F. dan K. R. French (1992), The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, 47: pp. 427-465.
- Fama, E. F. dan K. R. French (1998). "Taxes, financing decisions, and firm value." *The Journal of Finance* 53(3): 819-843.
- Faulkender, M. dan R. Wang (2006). "Corporate financial policy and the value of cash." *The Journal of Finance* 61(4): 1957-1990.
- Ferreira, M., C. Custodio dan C. Raposo (2005). "Cash holdings and business conditions." Available at SSRN 608664.
- Ferreira, M. A. dan A. S. Vilela (2004). "Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries." *European Financial Management* 10(2): 295-319.

- 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.
- Gunarsih, T.(2003). "Pengaruh Struktur Kepemilikan Dalam Corporate Governance dan Strategi Diversifikasi terhadap Kinerja Perusahaan. Disertasi Program Doktor Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada (tidak dipublikasikan).
- Harford, J. (1999). "Corporate cash reserves and acquisitions." *The Journal of Finance* 54(6): 1969-1997.
- Harford, J., S. A. Mansi dan W.F. Maxwell (2008). "Corporate governance and firm cash holdings in the US." *Journal of Financial Economics* 87(3): 535-555.
- Heugens, P.P.M.A.R., Essens, M.V., dan Osterhou, J.H.V. (2009). Meta-analysing ownership concentration and performance in Asia : Towards a more fine-grained understanding. *Asia Pac J Manag* 26, 481-512.
- Hidayat, R. (2010). "Keputusan Investasi dan Financial Constraints : Studi Empiris Pada Bursa Efek Indonesia." *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan* 12(4): 445-468.
- Islam, S. (2012). "Manufacturing Firms' Cash Holding Determinants: Evidence from Bangladesh." *International Journal of Business and Management* 7(6): p172.
- Jani, E., M. E. R. Hoesli dan A. Bender (2004). "Corporate cash holdings and agency conflicts." Available at SSRN 563863.
- Jeffers, J. R. dan J. Kwon (1969). "A Portfolio Approach to Corporate Demands For Government Securities." *The Journal of Finance* 24(5): 905-919.

- Jensen, M. C. dan W. H. Meckling (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jensen, M. (1986). "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers." *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review* 76(2).
- Jerzemowska, M. (2006). "The Main Agency Problems and Their Consequences." *Acta Oeconomica Pragensia* (3): 9-17.
- Kaaro, H. (2004). "Informasi Asimetri dan Kontrol Manajemen : Analisis Kepekaan Investasi dan Leverage Terhadap Pemilihan Sumber-sumber Pendanaan". Disertasi Program Doktor Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada (tidak dipublikasikan).
- Kaplan, S. N. dan L. Zingales (1997). "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?" *The Quarterly Journal of Economics* 112(1): 169-215.
- Kalcheva, I. dan K. V. Lins (2007). "International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems." *Review of Financial Studies* 20(4): 1087-1112.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment Interest and Money. The Collected Writings of John Maynard Keynes* Vol. VII, London, Basingstoke: Macmillan.
- Khieu, H. D. dan M. K. Pyles (2012). "The Influence of a Credit Rating Change on Corporate Cash Holdings and Their Marginal Value." *Financial Review* 47 (2): 351-373.
- Kim, C.-S., D. C. Mauer, dan A.E. Sherman (1998). "The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33(3).

- Kuncoro, Ari dan Yulianita G., Beta (2012). "Kebutuhan Likuiditas Sektor Korporasi di Indonesia." Bank Indonesia.
- Kusnadi, Y. (2011). "Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?" *Pacific-Basin Finance Journal* 19 (5): 554-570.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, dan A Shleifer (1999). "Corporate Ownership Around the World." *The Journal of Finance* 54(2).shlei
- Lee, K. W. dan C. F. Lee (2009). "Cash holdings, corporate governance structure and firm valuation." *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies* 12(03): 475-508.
- Lee, E. dan R. Powell (2011). "Excess cash holdings and shareholder value." *Accounting dan Finance* 51(2): 549-574.
- Lins, K. V. (2003). "Equity ownership and firm value in emerging markets." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1): 159-184.
- Lins, K. V. dan F. E. Warnock (2004). Corporate governance and the shareholder base, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Liu, Y. (2011). "Founding Family Ownership and Cash Holdings." *Journal of Financial Research* 34(2): 279-294
- 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.
- Miller, M. H. dan D. Orr (1966). "A Model of the Demand for Money by Firms." *The Quarterly Journal of Economics* 80(3): 413-435.

- Mitton, T.(2002). "A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis." *Journal of Financial Economics* 64, 215-241
- Morck, R., A. Shleifer, dan RW Vishny (1988). "Management ownership and market valuation: An empirical analysis." *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Myers, S. C. dan 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.
- Myers, S. C. dan R. G. Rajan (1998). "The paradox of liquidity." *The Quarterly Journal of Economics* 113(3): 733-771
- Ogundipe, L. O., S. E. Ogundipe, dan S.K. Ajao (2012). "Cash Holding and Firm Characteristics : Evidence From Nigerian Emerging Market." *Journal of Business, Economics* 1: 2.
- Ogundipe, S. E., R. O. Salawu, dan L.O. Ogundipe (2012) "The Determinants of Corporate Cash Holdings in Nigeria: Evidence from General Method of Moments (GMM)." *International Journal of Social and Human Sciences* 6 : 96-102
- Opler, T., L. Pinkowitz, R Stulz, dan 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.
- Pettit, R. R. dan R. F. Singer (1985). "Small business finance: a research agenda." *Financial Management*: 47-60.

- Pinkowitz, L. dan R. Williamson (2004). "What is a dollar worth? The market value of cash holdings." Georgetown University. (October 2002).
- Powell, G. E. dan H. Kent Baker (2010). "Management Views on Corporate Cash Holdings." *Journal of Applied Finance* 20(2): 155.
- Rajan, R. G. dan L. Zingales (1995). "What do we know about capital structure? Some evidence from international data." *The Journal of Finance* 50(5): 1421-1460.
- Ramezani, C. A., L. Soenen, dan A. Jung (2002). "Growth, corporate profitability, and value creation." *Financial Analysts Journal*: 56-67.
- Shah, A. (2011). "The corporate cash holdings: Determinants and implications." *African Journal of Business Management* 5(34): 12939-12950.
- Shleifer, A. dan R. W. Vishny (1986). "Large shareholders and corporate control." *The Journal of Political Economy*: 461-488.
- Shleifer, A. dan R. W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Simutin, M. (2010). "Excess cash and stock returns." *Financial Management* 39(3): 1197-1222.
- Smith, C. W. dan R. L. Watts (1992). "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies." *Journal of Financial Economics* 32(3): 263-292.
- Stulz, R. (1988). "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control." *Journal of Financial Economics* 20: 25-54.

- Stulz, R. (1990). "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies." *Journal of financial Economics* 26, no. 1: 3-27.
- Suranta, E. dan Midiastuty, P.P. (2003). "Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Mangerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linier Simultan". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 6(1):54-68
- Tobin, J. (1956). "The interest-elasticity of transactions demand for cash." *The Review of Economics and Statistics* 38(3): 241-247.
- Tong, Z. (2011). Firm diversification and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 741-758.
- Young, M. N., M.W. Peng, dan D. Ahlstrom (2008). "Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective." *Journal of Management Studies* 45(1): 196-220.
- Zingales, Luigi. (1998). "Corporate Governance, in the New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, P. Newman Ed." Macmillan, New York, NY.