



Kebijakan *cash holding* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* di Indonesia

Karina Nindya Krisdiana^{1*}, Harlina Meidiaswati¹

¹Universitas Negeri Surabaya, Surabaya, Indonesia

*Email korespondensi: karinanindya.20113@mhs.unesa.ac.id

Abstract

This research aims to determine the effect of cash flow, dividends, market-to-book ratio, net working capital, leverage and Z-score on cash holding in consumer cyclical sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for 2018-2022. The type of data used is quantitative data sourced from secondary data. The population comprises consumer cyclical sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange from 2018 to 2022. The sampling technique used purposive sampling, and 23 companies were obtained as samples. The research results show that cash flow, market-to-book ratio, and net working capital have a significant and positive effect on cash holding. High cash flow indicates that cash inflow is greater than cash outflow, thus allowing the company to hold and use cash to finance its operational activities. The market-to-book ratio indicates investment opportunities for the company, opens up easy access to capital markets and allows for easy acquisition of additional funds. Excess funds saved by the company will increase cash holdings. An increase in net working capital indicates an increase in cash balances because companies with high liquidity generally hold large amounts of cash. On the other hand, the Z-score shows a significant and negative influence on cash holding. A high Z-score value indicates that the company is in a safe zone and does not need to hold much cash because its financial condition is stable. Meanwhile, dividends and leverage do not show a significant influence on cash holding.

Keywords: cash holding; dividend; market-to-book ratio; net working capital; Z-score.

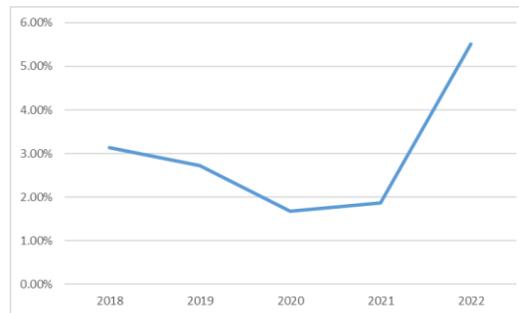
PENDAHULUAN

Kas memiliki peranan krusial dalam keberlangsungan hidup perusahaan karena merupakan aset likuid untuk membiayai seluruh kegiatan operasionalnya (Gill & Shah, 2011). Manajer keuangan harus mampu mengelola kas untuk mendanai pengeluaran bisnis yang tidak terduga. Manajemen kas bertujuan untuk memastikan bahwa perusahaan memiliki kecukupan kas untuk memenuhi kebutuhannya, baik untuk kegiatan operasional, investasi, maupun pembiayaan. Menahan kas atau *cash holding* merupakan suatu kegiatan menyediakan kas yang digunakan untuk kepentingan perusahaan. *Cash holding* adalah suatu aset likuid yang disediakan perusahaan guna investasi dan dapat dialokasikan kepada investor (Gill & Shah, 2011).

Cash holding dapat menimbulkan potensi kerugian jika tidak dikelola dengan baik. Ketika perusahaan terlalu banyak menyimpan kas, maka akan kehilangan peluang mendapatkan keuntungan karena kasnya yang tidak produktif (Sumando, 2011). Sebaliknya, kekurangan kas dapat meningkatkan risiko masalah keuangan (Diaw, 2021). Jika terjadi kekurangan kas maka perusahaan dinilai tidak mampu untuk membayar kewajibannya. Masalah yang kerap kali dialami oleh perusahaan yaitu ketidakseimbangan dalam mengatur kepemilikan kas tersebut. Oleh karena itu, keputusan dalam mengatur kepemilikan kas merupakan hal yang penting untuk diperhatikan demi keberlangsungan dan menjaga kinerja suatu perusahaan.

Menurut Bursa Efek Indonesia (BEI) pada 25 Januari 2021 resmi menerapkan klasifikasi sektor baru (CNBC Indonesia, 2021). Tercatat 12 sektor dengan struktur klasifikasi yang lebih homogen, salah satunya yaitu sektor *consumer cyclicals*. Sektor ini merupakan kelompok barang konsumen non-primer yang sangat sensitif terhadap perubahan kondisi ekonomi. Ketika situasi ekonomi membaik, perusahaan akan mengalami peningkatan dalam volume penjualannya. Berdasarkan data dari Bank Indonesia, fluktuasi tingkat inflasi di Indonesia berubah-ubah dengan signifikan. Pada tahun 2022,

inflasi meningkat di angka 5,51% dari tahun sebelumnya yaitu 1,87%. Meningkatnya inflasi berpotensi melemahnya *purchasing power* masyarakat khususnya untuk membeli barang non-primer (Mustikoningsih, 2023). Hal ini tentunya akan memengaruhi kinerja sektor *consumer cyclicals*.



Sumber: Bank Indonesia (Data diolah, 2024)

Gambar 1. GRAFIK TINGKAT INFLASI TAHUN 2018-2022

Awal Maret tahun 2020 yang lalu, Indonesia dihadapkan oleh situasi Covid-19 yang berimbas pada aktivitas ekonomi secara keseluruhan. Pertumbuhan ekonomi Indonesia dapat dilihat dari pengukuran Produk Domestik Bruto (PDB). Berdasarkan Gambar 2, tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2018-2020 terus mengalami penurunan. Puncaknya terjadi pada tahun 2020 yang merosot di angka -2,07%. Kemudian, pada tahun 2021 dan 2022 persentase PDB meningkat di angka 3,7% dan 5,31%. Hal ini menunjukkan bahwa kondisi perekonomian mulai membaik pasca adanya pandemi Covid-19.



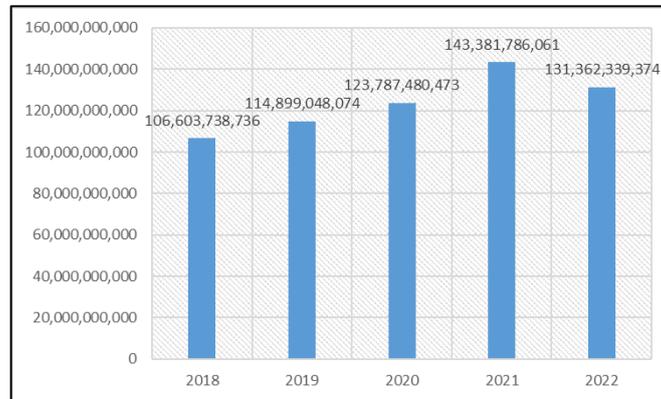
Sumber: Badan Pusat Statistik (Data diolah, 2024)

Gambar 2. GRAFIK PRODUK DOMESTIK BRUTO (PDB) INDONESIA TAHUN 2018-2022

Melemahnya pertumbuhan ekonomi nasional menjadikan perusahaan sektor barang konsumen non-primer (*consumer cyclicals*) merupakan industri yang paling terdampak. Pasalnya, industri ini bersifat siklis atau sekunder sehingga permintaan barang dan jasanya akan berbanding lurus dengan pertumbuhan ekonomi (Fitriyani et al., 2022). Sektor *consumer cyclicals* sangat terpengaruh dengan kondisi resesi yang dapat menyebabkan penurunan pendapatan dan laba. Ketika terjadi resesi, masyarakat akan menjadikan konsumsi sekunder sebagai pilihan yang terakhir. Salah satu tujuan utama perusahaan adalah untuk mendapatkan keuntungan yang maksimal. Ketidakpastian ekonomi menghambat aliran kas dan akan mengganggu tujuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. Namun di sisi lain, perusahaan tetap harus mengeluarkan kas untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Ketersediaan kas mempunyai peranan yang sangat penting dalam perkembangan bisnis, mengingat kas merupakan aset perusahaan yang paling likuid (Angelika et al., 2023).

Gambar 3 menampilkan nilai rata-rata kas yang dimiliki oleh perusahaan sektor *consumer cyclicals*. Pada tahun 2019 rata-rata kas yang dimiliki sektor ini sebesar Rp114,899 miliar. Sedangkan pada tahun 2020 mengalami peningkatan menjadi sebesar Rp123,787 miliar. Hal ini berbanding terbalik dengan kondisi perekonomian Indonesia. Ketika terjadi pandemi Covid-19 pada tahun 2020 yang ditunjukkan pada Gambar 2, justru nilai rata-rata kas yang dimiliki oleh sektor ini mengalami kenaikan

yang cukup signifikan. Selama tahun 2018-2020, ketika kondisi perekonomian sedang memburuk, sektor *consumer cyclicals* justru menunjukkan kinerja yang baik. Hal ini tercermin dari nilai rata-rata kas yang semakin meningkat dari tahun 2018-2020. Pada tahun 2021, nilai rata-rata kas selaras dengan kondisi perekonomian Indonesia yang mengalami peningkatan. Kemudian, pada tahun 2022 kembali terjadi perbedaan antara rata-rata kas dengan pertumbuhan ekonomi. Nilai PDB berbanding terbalik dengan rata-rata kas sektor *consumer cyclicals*. Oleh karena itu, penelitian ini mengambil rentang waktu antara tahun 2018-2022.



Sumber: www.idx.co.id (Data diolah, 2024)

Gambar 3. GRAFIK RATA-RATA KAS SEKTOR *CONSUMER CYCLICALS*

Cash flow dapat dijadikan faktor penentu *cash holding*. Teori *pecking order* memaparkan bahwa ketika aliran kas meningkat maka kemungkinan besar perusahaan akan menahan banyak kas (Myers, 1984). Menurut Maheshwari & Rao (2017), Aftab *et al.* (2018), Uyar & Kuzey (2014), Sethi & Swain (2019), Guo *et al.* (2014), Tran (2020), Shabbir *et al.* (2016) pengaruh antara *cash flow* pada *cash holding* bersifat positif. Sementara itu, Gonenc *et al.* (2022), Magerakis & Habib (2022), Nafees *et al.* (2017) beropini bahwa hubungan *cash flow* dan *cash holding* negatif. Penelitian Astuti *et al.* (2019) dan Suherman (2017) menjabarkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan.

Cash holding dipengaruhi oleh dividen. Mengacu pada teori *trade-off*, pendistribusian dividen memengaruhi *cash holding* secara negatif (Gonenc *et al.*, 2022; Aftab *et al.*, 2018; Hardianto *et al.*, 2017, Magerakis & Habib, 2022; Tran, 2020). Hal ini dikarenakan perusahaan yang membayar dividen kepada pemegang saham memerlukan uang tunai untuk mendistribusikan pembayaran tersebut. Sebaliknya, menurut Maheshwari & Rao (2017), Al-Najjar (2013), Sethi & Swain (2019), Guo *et al.* (2014), terdapat pengaruh positif antara dividen dan *cash holding*. Sementara itu, Shabbir *et al.* (2016) mengemukakan bahwa antara dividen dan *cash holding* tidak ada pengaruhnya.

Variabel lain yang berpengaruh terhadap *cash holding* adalah *market-to-book ratio (M/B ratio)*. Tingginya *M/B ratio* mengindikasikan bahwa pasar percaya perusahaan memiliki nilai tambah yang signifikan di atas nilai bukunya. Investor memiliki ekspektasi yang tinggi terhadap pertumbuhan perusahaan di masa depan. Mereka percaya bahwa perusahaan akan mampu menghasilkan pendapatan dan keuntungan yang lebih tinggi di masa mendatang, sehingga mendorong harga sahamnya naik. Maka dari itu, nilai *market-to-book ratio* yang tinggi mengindikasikan adanya peluang investasi. Berdasarkan teori *trade-off*, peluang investasi yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk menyimpan lebih sedikit uang tunai (Modigliani & Miller, 1958). Berdasarkan penelitian Maheshwari & Rao (2017), Gonenc *et al.* (2022) mengungkap pengaruh positif antara *M/B ratio* dan *cash holding*. Sedangkan menurut Aftab *et al.* (2018) terdapat pengaruh negatif. Temuan peneliti lain mengemukakan bahwa tidak ada pengaruh antara *M/B ratio* dan *cash holding* (Hardianto *et al.*, 2017).

Net working capital memengaruhi *cash holding* secara negatif. Hal ini dikarenakan *net working capital* dapat diubah menjadi kas sehingga digunakan sebagai pengganti *cash holding* (Sethi & Swain, 2019). *Net working capital* dapat dijadikan sebagai indikator likuiditas. Perusahaan dengan tingkat likuiditas

yang tinggi memiliki akses yang mudah ke pasar modal sehingga dapat dengan mudah mendapatkan dana tambahan jika diperlukan (Al-Najjar, 2013). Semakin tinggi nilai *net working capital*, maka semakin rendah kebutuhan perusahaan akan *cash holding*. Menurut Sethi & Swain (2019), Diaw (2021), Astuti *et al.* (2019), Suherman (2017) *net working capital* berpengaruh terhadap *cash holding* secara positif. Tidak serupa dengan penelitian sebelumnya, Maheshwari & Rao (2017), Gonenc *et al.* (2022), Aftab *et al.* (2018), Guo *et al.* (2014), Magerakis & Habib (2022), (Megginson *et al.*, 2014), Tran (2020) memaparkan adanya pengaruh negatif yang signifikan.

Cash holding dipengaruhi oleh *leverage*. Teori *pecking order* memaparkan bahwa tingkat kenaikan utang akan terjadi seiring dengan peningkatan investasi yang lebih besar daripada laba ditahan (Myers, 1984). Kepemilikan kas akan berkurang karena digunakan untuk melakukan investasi, maka menjelaskan pengaruh bersifat negatif dari *leverage* dan *cash holding* (Uyar & Kuzey, 2014). Pernyataan ini konsisten dengan penelitian dari Maheshwari & Rao, (2017), Gonenc *et al.* (2022), Aftab *et al.* (2018), Hardianto *et al.* (2017), Guo *et al.* (2014), Al-Najjar (2013), Ranajee & Pathak (2019), Magerakis & Habib (2022), Shabbir *et al.* (2016). *Leverage* juga dapat berhubungan positif terhadap *cash holding* sebagaimana penelitian Sethi & Swain, (2019), Diaw (2021), Tran (2020). Menurut Suherman (2017) *leverage* dan *cash holding* tidak berpengaruh secara signifikan.

Faktor lainnya yang memengaruhi *cash holding* adalah *Z-score*. Di dalam penelitian ini, penggunaan variabel *Z-score* menjadi pembeda dari penelitian-penelitian sebelumnya sebagai variabel yang jarang digunakan untuk meneliti pengaruhnya terhadap *cash holding*. Berdasarkan teori *trade-off*, *cash holding* dapat mengurangi risiko terjadinya kebangkrutan dengan berfungsi sebagai dana darurat (Ferreira & Vilela, 2004). Menurut Aftab *et al.* (2018), Hadjaat *et al.* (2021), Tran (2020) *Z-score* menunjukkan pengaruh yang positif pada *cash holding*. Nafees *et al.* (2017) menjelaskan pengaruh negatif antara *Z-score* dan *cash holding*. Sementara itu, Sethi & Swain (2019) memaparkan bahwa tidak ada hubungan antara *Z-score* dan *cash holding*.

Firm size atau ukuran perusahaan ditemukan menjadi faktor penting penentu *cash holding* sebagai variabel kontrol. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar memerlukan biaya pendanaan eksternal yang lebih rendah sehingga cenderung menghemat uang tunai (Tran, 2020). Menurut Diaw (2021), Aftab *et al.* (2018), Al-Najjar (2013), Guo *et al.* (2014), Shabbir *et al.* (2016) terdapat pengaruh positif antara *firm size* dengan *cash holding*. Sebaliknya menurut Gonenc *et al.* (2022), Sethi & Swain (2019), Suherman (2017), Uyar & Kuzey (2014), Ranajee & Pathak (2019), Megginson *et al.* (2014), Tran (2020) *firm size* berpengaruh negatif terhadap *cash holding*. Dua hasil temuan penelitian terdahulu bertolak belakang dengan penelitian dari Hardianto *et al.* (2017) yang menyatakan tidak terdapat pengaruh *firm size* terhadap *cash holding*.

Firm age atau usia perusahaan juga dijadikan sebagai variabel kontrol yang ditemukan berpengaruh terhadap *cash holding*. Perusahaan dengan usia muda cenderung memegang uang tunai dalam jumlah kecil. Hal ini disebabkan karena perusahaan cenderung menghadapi kesulitan dalam mengumpulkan dana dari pasar modal karena masih berusia muda, kurang dikenal dan lebih sensitif terhadap ketidaksempurnaan pasar modal (Almeida *et al.*, 2004). Menurut Guo *et al.* (2014), Magerakis & Habib (2022), Megginson *et al.* (2014) terdapat pengaruh negatif antara *firm age* dan *cash holding*. Beberapa peneliti menyatakan bahwa *firm age* tidak berpengaruh terhadap *cash holding* suatu perusahaan (Ranajee & Pathak, 2019); (Sethi & Swain, 2019). Berdasarkan paparan latar belakang tersebut dan adanya kesenjangan fenomena yang didukung oleh kesenjangan penelitian, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis kebijakan *cash holding* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* di Indonesia

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Miller-Orr Theory

Pada tahun 1966, Merton Miller dan Daniel Orr merumuskan suatu model tentang saldo kas yang mempertimbangkan fluktuasi arus kas masuk dan keluar. Model ini memaparkan tentang pengelolaan kas yang optimal (M. H. Miller & Orr, 1966). Miller dan Orr mengasumsikan bahwa perusahaan

memiliki saldo kas minimum yang harus mereka pertahankan untuk memenuhi kebutuhan kas. Menurut teori ini, jika jumlah kas mencapai batas atas kontrol atau *upper limit control* (ULC), maka perusahaan akan memperoleh surat berharga untuk mengurangi jumlah kas. Akan tetapi, ketika jumlah kas mencapai batas bawah kontrol atau *lower limit control* (LLC), perusahaan akan memutuskan untuk menjual surat berharganya dengan tujuan menambah jumlah kas. Ketika jumlah kas berada di antara batas atas dan batas bawah, maka perusahaan tidak akan melakukan transaksi apa pun (M. H. Miller & Orr, 1966). Teori ini digunakan untuk menjelaskan terkait *cash holding* pada suatu perusahaan.

Pecking Order Theory

Teori *pecking order* ditemukan oleh Stewart C. Myers tahun 1984. Menurut teori ini sumber internal (laba ditahan) digunakan terlebih dahulu kemudian sumber eksternal (Myers, 1984). Pertama-tama perusahaan memanfaatkan modal internal dengan menginvestasikan kembali laba bersihnya (menahan labanya). Ketika laba ditahan tidak mencukupi, perusahaan akan menerbitkan utang sebagai alternatif selanjutnya dan menerbitkan saham adalah alternatif yang terakhir. Menurut Myers (1984), perusahaan lebih memilih utang dibandingkan ekuitas karena lebih mudah dan lebih murah dibandingkan dengan melakukan penerbitan saham baru. Untuk menjelaskan hubungan antara *cash flow* dan *leverage* dengan *cash holding* dapat digunakan *pecking order theory* sebagai teori yang mendasari (Aftab *et al.*, 2018; Astuti *et al.*, 2019; Diaw, 2021; Sethi & Swain, 2019).

Trade-off Theory

Teori *trade-off* adalah salah satu konsep penting dalam keuangan korporasi yang pertama kali dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958). Teori ini mengkaji terkait struktur modal perusahaan (rasio antara utang dan ekuitas) dan nilai perusahaan. Terdapat *trade-off* (kompromi) antara biaya dan manfaat dalam menentukan struktur modal perusahaan (Modigliani & Miller, 1958). Pemanfaatan utang dalam struktur modal sebagai alternatif sumber pendanaan dapat memberikan keuntungan dengan meningkatkan nilai perusahaan sampai pada batas tertentu. Jika manfaat dari adanya utang lebih signifikan, peningkatan jumlah utang masih diperbolehkan. Sebaliknya, jika biaya utang lebih tinggi, maka peningkatan utang tidak diperbolehkan lagi. Hal ini disebabkan karena dalam teori *trade-off*, struktur modal yang ideal berasal dari pencapaian keseimbangan antara manfaat dan biaya terkait dengan penggunaan utang. Menurut Maheshwari & Rao (2017), jumlah uang tunai yang paling efisien bagi sebuah perusahaan ditetapkan melalui keseimbangan dari manfaat dan biaya yang diperoleh dari menahan kas. Teori ini menegaskan bahwa perusahaan akan menyeimbangkan antara biaya peluang untuk menahan kas dan biaya kesulitan keuangan yang disebabkan oleh kekurangan aset likuid (Diaw, 2021). *Trade off theory* dapat digunakan sebagai teori untuk menganalisis pengaruh dividen, *market-to-book ratio*, *net working capital* dan *Z-score* terhadap *cash holding* dalam suatu perusahaan (Sethi & Swain, 2019).

Cash Holding

Kas merupakan aset yang mudah dicairkan dan indikator kemampuan dalam memenuhi kewajiban perusahaan dengan tepat waktu. *Cash holding* berperan menyediakan likuiditas bagi perusahaan untuk melunasi kewajibannya bahkan dalam kondisi mendesak maupun tidak terduga. Untuk meningkatkan volume penjualan dan laba, perusahaan harus membentuk simpanan dana dengan memastikan bahwa aliran kasnya bernilai positif. Oleh karena itu, kas adalah elemen yang krusial untuk suatu perusahaan dapat bertahan (Gill & Shah, 2011). Mengacu pada penelitian Uyar & Kuzey (2014). Rumus *cash holding* yaitu sebagai berikut:

$$\text{Cash Holding} = \frac{\text{Kas dan Setara Kas}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(1)$$

Cash Flow

Cash flow merupakan konsep penting dalam keuangan yang mengukur arus masuk dan keluar uang tunai dari suatu entitas, seperti perusahaan, individu, atau proyek. Menurut Astuti *et al.* (2019) *cash flow* adalah kas yang masuk dan keluar dari hasil aktivitas operasional yang dilakukan oleh perusahaan. *Cash flow* mencerminkan seberapa baik perusahaan dapat menghasilkan uang tunai dari operasinya. Sedangkan menurut Sari & Hidayat (2022:97) *cash flow* sebagai aliran masuk dan keluar

uang tunai yang dihasilkan oleh perusahaan dari aktivitas operasional, investasi, dan pendanaan. *Cash flow* diprosikan dengan *operating cash flow* (Aftab *et al.*, 2018). Rumus *cash flow* yaitu sebagai berikut:

$$\text{Cash Flow} = \frac{\text{Arus Kas dari Aktivitas Operasi}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(2)$$

Dividen

Dividen merupakan pembayaran uang yang disalurkan kepada investor oleh perusahaan sebagai sebagian dari keuntungan yang didistribusikan kepada pemilik perusahaan (Husnan, 2019:44). Pengertian secara umum, dividen mengacu pada pembayaran berkala yang dilakukan perusahaan kepada pemegang sahamnya sebagai bagian dari keuntungan yang diperolehnya. Dividen seringkali menjadi faktor penting dalam mengevaluasi kinerja perusahaan dan dapat menjadi sumber pendapatan bagi pemegang saham yang mencari laba atas investasinya secara teratur. Dividen diprosikan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Rumus yang dipakai untuk menghitung DPR sesuai dengan Shabbir *et al.* (2016), yaitu sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}} \times 100\% \dots\dots\dots(3)$$

Market-to-book ratio

Market-to-book ratio (M/B ratio) merupakan ukuran untuk melihat nilai pasar suatu perusahaan terhadap nilai bukunya. M/B ratio mengukur perbandingan antara nilai pasar dan harga dari saham sebuah perusahaan (Khan, 2009). Jika M/B ratio lebih dari 1 artinya investor membayar lebih besar daripada nilai bukunya. Sebaliknya, jika kurang dari 1 menunjukkan investor membayar lebih rendah daripada nilai bukunya. Merujuk pada penelitian Megginson *et al.* (2014), rumus *market-to-book ratio* yaitu sebagai berikut:

$$\text{Market to book Ratio} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}} \dots\dots\dots(4)$$

Net Working Capital

Net working capital (NWC) mencerminkan perbedaan antara *current asset* dan *current liabilities* (Afrifa, 2016). *Net working capital* adalah suatu pengukuran yang membantu perusahaan menilai posisi keuangan jangka pendek dan kemampuan memenuhi kewajiban saat ini. *NWC* positif berarti bahwa perusahaan memiliki aset lancar yang melebihi kewajiban lancarnya, sementara *NWC* negatif menunjukkan sebaliknya. Ini adalah indikator yang penting dalam pengukuran kelayakan jangka pendek perusahaan. Merujuk pada Astuti *et al.* (2019), rumus *net working capital* yaitu sebagai berikut:

$$\text{Net Working Capital} = \frac{\text{Aset Lancar} - \text{Hutang Lancar}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(5)$$

Leverage

Menurut Shabbir *et al.* (2016), *leverage* merupakan proporsi utang dalam struktur modal. Jadi, *leverage* dalam konteks keuangan mengacu pada penggunaan utang atau modal pinjaman untuk meningkatkan keuntungan, tetapi juga dapat membawa risiko tambahan. *Leverage* diprosikan dengan *debt to asset* (DAR) (Maheshwari & Rao, 2017). Rumus *leverage* yaitu sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(6)$$

Z-score

Z-score merupakan model yang dipakai untuk mengukur risiko kebangkrutan. Model ini dikembangkan oleh Profesor Edward I. Altman pada tahun 1968. Kemudian pada tahun 1984, Altman menyempurnakan metode pengukurannya. *Z-score* mengintegrasikan sejumlah rasio keuangan dan faktor lain untuk memberikan skor yang mencerminkan kesehatan keuangan perusahaan dan potensi kebangkrutan perusahaan tersebut (Altman, 1968). Altman telah melakukan penelitian yang mendalam

tentang risiko kebangkrutan dan model-model yang mengukurnya. Model *Z-score* adalah salah satu kontribusi utama dari penelitiannya dan telah menjadi alat yang berguna dalam analisis keuangan perusahaan. *Z-score* diproses dengan metode *Altman Z-score* (Tran, 2019). Rumus perhitungannya yaitu sebagai berikut:

$$Z - score = 6,56x_1 + 3,26x_2 + 6,72x_3 + 1,05x_4 \dots\dots\dots(7)$$

Keterangan:

$$x_1 = \frac{\text{Working Capital}}{\text{Total Assets}}$$
$$x_2 = \frac{\text{Retained Earnings}}{\text{Total Assets}}$$
$$x_3 = \frac{\text{Earnings Before Interest and Taxes}}{\text{Total Assets}}$$
$$x_4 = \frac{\text{Book Value of Equity}}{\text{Book Value of Total Debt}}$$

Firm Size

Firm size atau ukuran perusahaan adalah ukuran yang digunakan untuk menentukan seberapa besar atau kecil suatu perusahaan dalam hal aset, penjualan, modal, atau faktor-faktor lain yang relevan. *Firm size* merupakan indikator ukuran perusahaan (Aftab *et al.*, 2018). Rumus *firm size* yaitu sebagai berikut:

$$Firm Size = Ln (Total Aset) \dots\dots\dots(8)$$

Firm Age

Pengukuran *firm age* dapat digunakan untuk memahami sejauh mana perusahaan telah beroperasi dan berpengalaman dalam industri tertentu. Menurut Sethi & Swain (2019) *firm age* merupakan jumlah tahun sejak suatu perusahaan didirikan. Rumus *firm age* yaitu sebagai berikut:

$$Firm Size = Ln (Jumlah Tahun Sejak Perusahaan Berdiri) \dots\dots\dots (9)$$

Hubungan antar Variabel

Cash Flow pada Cash Holding

Teori *pecking order* menjabarkan ketika *cash flow* tinggi, maka *cash holding* akan meningkat (Astuti *et al.*, 2019). Ketika arus kas tinggi mengindikasikan bahwa dana yang masuk lebih besar daripada dana yang keluar. Maka dari itu, perusahaan akan menahan kas yang dimilikinya sehingga *cash holding* yang dimiliki perusahaan akan meningkat. Hal dilakukan karena kecenderungan perusahaan untuk menggunakan pendanaan internal dibanding pendanaan eksternalnya (Astuti *et al.*, 2019). Maka, perusahaan akan menahan kas dalam jumlah besar. Menurut Maheshwari & Rao (2017), Aftab *et al.* (2018), Uyar & Kuzey (2014), Sethi & Swain (2019), Guo *et al.* (2014), Tran (2020) berdasarkan hasil penelitiannya memaparkan bahwa *cash flow* berpengaruh positif pada *cash holding*. Bertolak belakang dengan Gonenc *et al.* (2022), Magerakis & Habib (2022) yang berpendapat bahwa hubungannya yaitu memiliki pengaruh yang negatif. Astuti *et al.* (2019), Suherman (2017) dalam temuannya menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh antara *cash flow* dengan *cash holding*.

H1: *Cash Flow* berpengaruh pada *cash holding* perusahaan sektor *consumer cyclicals*.

Dividen pada Cash Holding

Dalam mendistribusikan dividen, perusahaan akan memiliki uang yang lebih terbatas sehingga *cash holding* mereka mungkin lebih rendah. Mengacu teori *trade-off*, ada pengaruh negatif antara pendistribusian dividen dan *cash holding* (Gonenc *et al.*, 2022); (Aftab *et al.*, 2018); (Hardianto *et al.*, 2017); (Magerakis & Habib, 2022); (Tran, 2020). Hal ini dikarenakan perusahaan yang membayar dividen kepada pemegang saham memerlukan uang tunai untuk mendistribusikan pembayaran tersebut. Ketika perusahaan melakukan pendistribusian dividen terlalu banyak, maka dana tersisa yang dimilikinya menjadi sedikit. Hal ini yang menyebabkan *cash holding* akan berkurang. Sebaliknya,

Karina Nindya Krisdiana & Harlina Meidiaswati. Kebijakan *cash holding* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* di Indonesia

menurut Maheshwari & Rao (2017), Al-Najjar (2013), Sethi & Swain (2019), Guo *et al.* (2014) terdapat pengaruh positif antara dividen dan *cash holding*.

H2: Dividen berpengaruh pada *cash holding* perusahaan sektor *consumer cyclicals*.

Market-to-book ratio pada Cash Holding

Tingginya rasio pasar terhadap buku mengindikasikan adanya persepsi pasar bahwa perusahaan memiliki nilai intrinsik yang melebihi nilai bukunya. Teori *trade-off* menunjukkan bahwa perusahaan dengan banyak peluang investasi cenderung mengurangi simpanan uang tunai mereka (Uyar & Kuzey, 2014). Alasannya adalah karena uang tunai tersebut lebih baik diinvestasikan untuk meningkatkan keuntungan daripada hanya disimpan. Maheshwari *et al.* (2017), Gonenc *et al.* (2022), berdasarkan hasil penelitiannya mengungkap *market-to-book ratio* berpengaruh secara positif pada *cash holding*. Sedangkan menurut Aftab *et al.* (2018) *market-to-book ratio* berpengaruh negatif pada *cash holding*. Penelitian lainnya menemukan tidak ada pengaruh (Hardianto *et al.*, 2017).

H3: *Market-to-book ratio* berpengaruh pada *cash holding* perusahaan sektor *consumer cyclicals*.

Net Working Capital pada Cash Holding

Mengacu teori *trade-off*, ada pengaruh terbalik antara kas dan modal kerja bersih. *Net working capital* dapat dikonversi menjadi kas sehingga digunakan sebagai pengganti *cash holding* (Sethi & Swain, 2019). Perusahaan yang likuid cenderung memiliki saldo kas yang lebih tinggi karena mereka tidak perlu khawatir untuk kekurangan dana jangka pendek (Suherman, 2017). Modal kerja bersih dapat dijadikan sebagai pengganti penyimpanan uang tunai ekstra atau *cash holding*. Hal ini dikarenakan modal kerja bersih merupakan salah satu indikator likuiditas perusahaan. Menurut Sethi & Swain (2019), Diaw (2021), Astuti *et al.* (2019), Suherman (2017) berdasarkan temuannya mengungkapkan *net working capital* berhubungan pada *cash holding* secara positif. Tidak serupa dengan hal tersebut Maheshwari & Rao (2017), Gonenc *et al.* (2022), Aftab *et al.* (2018), Guo *et al.* (2014), Magerakis & Habib (2022), Megginson *et al.* (2014), Tran (2020) meneliti *net working capital* berpengaruh secara negatif pada *cash holding*.

H4: *Net working capital* berpengaruh pada *cash holding* perusahaan sektor *consumer cyclicals*.

Leverage pada Cash Holding

Sesuai dengan teori *pecking order*, perusahaan cenderung mendanai investasi dengan menggunakan laba ditahan terlebih dahulu sebelum menggunakan utang. Hal ini mengakibatkan penurunan saldo kas. Berdasarkan penelitian Uyar & Kuzey (2014) menunjukkan pengaruh negatif antara *leverage* pada *cash holding*. Perusahaan yang memiliki dukungan utang dalam sumber pendanaannya, tidak perlu menahan banyak kas. Dengan adanya *leverage* dapat menggantikan penggunaan kas dalam mendukung berbagai kegiatan operasional perusahaan (Suherman, 2017). Beberapa peneliti memperkirakan pengaruh negatif antara *leverage* dan *cash holding* (Maheshwari & Rao, 2017; Gonenc *et al.*, 2022; Aftab *et al.*, 2018; Al-Najjar, 2013; Uyar & Kuzey, 2014; Hardianto *et al.*, 2017; Guo *et al.*, 2014; Ranajee & Pathak, 2019; Magerakis & Habib, 2022). Sementara itu, peneliti lainnya beranggapan bahwa *leverage* memberikan pengaruh yang positif terhadap *cash holding* (Sethi & Swain, 2019; Diaw, 2021; Tran, 2020). Menurut Suherman (2017), *leverage* dan *cash holding* tidak berpengaruh.

H5: *Leverage* berpengaruh pada *cash holding* perusahaan sektor *consumer cyclicals*.

Z-score pada Cash Holding

Model *Z-score* adalah alat analitis yang dipakai mengukur risiko kebangkrutan perusahaan. Perusahaan yang mengalami kemungkinan kebangkrutan akan menghadapi kesulitan keuangan (Aftab *et al.*, 2018). Risiko kebangkrutan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan perusahaan untuk menyimpan kas. Semakin tinggi risiko kebangkrutan, semakin besar pula kebutuhan perusahaan untuk memiliki *cash holding*. Berdasarkan teori *trade-off*, risiko kebangkrutan yang tinggi dapat mendorong perusahaan untuk meningkatkan cadangan kas sebagai langkah antisipatif (Ferreira &

Vilela, 2004). Nafees *et al.* (2017) menemukan pengaruh negatif antara *Z-score* dan *cash holding*. Menurut Aftab *et al.* (2018), Hadjaat *et al.* (2021), Tran (2020) berdasarkan hasil penelitiannya menemukan bahwa *Z-score* memiliki pengaruh yang positif pada *cash holding*. Sementara itu, Sethi & Swain (2019) dalam penelitiannya menjabarkan bahwa tidak ada pengaruh antara *Z-score* dan *cash holding*.

H6: *Z-score* berpengaruh pada *cash holding* perusahaan sektor *consumer cyclicals*.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini dirancang dengan pendekatan konklusif kausal guna mengidentifikasi hubungan kausalitas. Jenis data yang digunakan adalah data kuantitatif yang bersumber dari data sekunder. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018 sampai dengan tahun 2022. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, Teknik ini menentukan sampel dengan karakteristik tertentu berdasarkan tujuan penelitian (Creswell & Creswell, 2018). Kriteria yang ditetapkan dalam penentuan sampel yaitu 1) perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2022 dan masih *existing* selama periode pengamatan, 2) menggunakan mata uang Rupiah, 3) tidak pernah melakukan aksi korporasi meliputi *stock split*, *right issue*, *buyback* dan konversi saham selama periode pengamatan, 4) memiliki ekuitas bernilai positif selama periode pengamatan. Diperoleh 23 perusahaan sebagai sampel dalam penelitian ini. Data dianalisis dengan teknik analisis regresi data panel menggunakan *software* EVIEWS 12. Untuk melakukan analisis data penelitian, dilakukan serangkaian tahapan penelitian meliputi analisis statistik deskriptif, pemilihan model regresi data panel, uji asumsi klasik, analisis regresi, dan pengujian hipotesis.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Statistik Deskriptif

Tabel 1 menyajikan informasi ringkasan data penelitian, meliputi *mean*, *median*, nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi untuk setiap variabel yang dianalisis. Nilai rerata *cash holding* adalah sebesar 0,089 dan standar deviasinya sebesar 0,186. Rata-rata *cash holding* perusahaan sektor *consumer cyclicals* yaitu sebesar 8,9% termasuk kecil karena kurang dari 10% dari total aset perusahaan. Nilai rerata *cash flow* adalah sebesar 0,016 dan standar deviasinya sebesar 0,053. *Cash flow* diproksikan dengan *operating cash flow* yang diukur dari perbandingan arus kas dari aktivitas operasional dengan total aset. Hal ini mengindikasikan bahwa rata-rata sampel merupakan perusahaan dengan aliran kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi sebesar 1,6% dari total asetnya. Nilai rerata dividen adalah sebesar 0,678 dan standar deviasinya sebesar 5,247. Hal ini menyiratkan bahwa rata-rata perusahaan membagikan dividen sebesar 67,8%. Nilai rerata *market-to-book ratio* adalah sebesar 1,618 dan standar deviasinya sebesar 2,402. Nilai *market-to-book ratio* > 1 menunjukkan bahwa investor bersedia membayar melebihi nilai bukunya. Hal ini menandakan bahwa rata-rata sampel merupakan perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi. Nilai rerata *net working capital* adalah sebesar 0,207 dan standar deviasinya sebesar 0,362. Nilai *net working capital* yang positif menyiratkan bahwa aset lancar melebihi kewajiban lancar. Hal ini mengindikasikan perusahaan memiliki kemampuan membayar kewajiban lancarnya tanpa harus menambah utang. Nilai rerata *leverage* adalah sebesar 0,232 dan standar deviasinya sebesar 0,180. *Debt to asset ratio* merupakan proksi yang dipakai untuk menghitung *leverage*. Nilai rerata *leverage* adalah 0,232 yang berarti bahwa sebesar 23,2% aset perusahaan sektor *consumer cyclicals* bersumber dari utang perusahaan. Nilai rerata *Z-score* adalah sebesar 3,582 dan standar deviasinya sebesar 3,662. Nilai *Z-score* > 2,60 berarti perusahaan berada di zona “aman”. Hal ini menyiratkan bahwa rata-rata sampel merupakan perusahaan yang terhindar dari potensi kebangkrutan. Nilai rerata *firm size* adalah sebesar 28,40 dan standar deviasinya sebesar 1,44. *Firm size* di sektor *consumer cyclicals* memiliki rentang nilai yang tidak terlalu jauh, antara 25,16 dan 30,71. Kesenjangan yang kecil ini menunjukkan bahwa skala ukuran perusahaan di sektor ini relatif homogen. Nilai rerata *firm age* adalah sebesar 3,503 dan standar deviasinya sebesar 0,495. Pada perusahaan sektor *consumer cyclicals*, nilai minimum dan maksimum

firm age berada pada kisaran 1,945 dan 4,653. Kesenjangan yang relatif kecil ini menunjukkan bahwa skala *firm age* di sektor ini relatif homogen.

Tabel 1.
STATISTIK DESKRIPTIF

	Y	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	Size	Age
Mean	0,089	0,016	0,678	1,618	0,207	0,232	3,582	28,40	3,503
Median	0,048	0,016	0,000	0,747	0,116	0,220	2,900	28,46	3,465
Max	1,821	0,334	56,383	12,178	2,882	0,740	13,400	30,71	4,653
Min	0,001	-0,120	0,000	0,169	-0,371	0,010	-3,590	25,16	1,945
Std. Dev	0,186	0,053	5,247	2,402	0,362	0,180	3,662	1,440	0,495

Sumber: EVIEWS 12 (2024, data diolah)

Hasil Uji Pemilihan Model

Hasil uji Chow menampilkan bahwa nilai Probabilitas yakni $0,0000 < 0,05$ sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Maka dari itu, kesimpulannya adalah menggunakan *Fixed Effect Model*. Kemudian, hasil uji Hausman menampilkan bahwa nilai Probabilitas yakni $0,0000 < 0,05$. Berdasarkan landasan penetapan keputusan hipotesis, H_0 ditolak dan H_1 diterima. Maka dari itu, kesimpulannya adalah menggunakan *Fixed Effect Model*. Lalu pengujian yang terakhir yakni uji *Lagrange-Multiplier* yang menampilkan bahwa nilai *Breusch-Pagan* yakni $0,0000 < 0,05$. Maka dari itu, kesimpulannya adalah menggunakan *Random Effect Model*. Berdasarkan hasil ketiga pengujian model yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi data panel yang digunakan pada penelitian ini yaitu *Random Effect Model*.

Tabel 2.
UJI PEMILIHAN MODEL

Uji	Keterangan	Hasil
Uji Chow	Probabilitas	0,0000
Uji Hausman	Probabilitas	0,0000
Uji Lagrange-Multiplier	<i>Breusch-Pagan</i>	0,0000

Sumber: EVIEWS 12 (2024, data diolah)

Hasil Normalitas

Dalam penelitian ini, uji *Jarque-Bera* digunakan untuk mengidentifikasi normalitas suatu data. Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa nilai Probability yakni $0,587 > 0,05$. Berdasarkan landasan penetapan keputusan, kesimpulannya adalah data terdistribusi normal.

Hasil Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas yang memperlihatkan keseluruhan variabel independen. Hasil uji menunjukkan bahwa nilai pengaruh antar variabel $< 0,9$. Berdasarkan dasar pengambilan keputusan pada uji multikolinearitas, maka dapat dianalisis bahwa variabel independen yang digunakan tidak mengalami gejala multikolinearitas. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ditemukan adanya hubungan antar variabel independen.

Hasil Uji Heteroskedastisitas

Uji *Arch* digunakan dalam penelitian ini untuk menguji adanya gejala heteroskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas menampilkan bahwa nilai *Prob. Chi-Square* yakni $0,367 > 0,05$. Berdasarkan dasar pengambilan keputusan pada uji multikolinearitas, maka dapat dianalisis bahwa tidak terdapat gejala heteroskedastisitas.

Hasil Uji Autokorelasi

Dalam penelitian ini uji autokorelasi dilakukan dengan uji Durbin-Watson (DW). Hasil uji autokorelasi yang menampilkan bahwa nilai Durbin-Watson yakni 1,8919. Dengan nilai signifikansi 5%, jumlah sampel $23 \times 5 = 115$ ($N=115$) dan jumlah variabel independen yaitu 6 ($k=6$), maka didapatkan nilai tabel Durbin-Watson sebesar 1,8068. Berdasarkan dasar pengambilan keputusan pada uji autokorelasi, $du < d < 4-du$ ($1,8068 < 1,8919 < 2,1932$). Maka dari itu, dapat dianalisis bahwa tidak terdapat gejala autokorelasi.

Hasil Uji Regresi Data Panel

Metode regresi data panel menyatukan data dari periode waktu berbeda (*time series*) dengan data dari beberapa unit pengamatan pada satu titik waktu tertentu (*cross section*). Dari hasil uji disajikan pada tabel 3, didapatkan model persamaan regresi data panel yaitu:

$$Y = -0,31 + 0,48CF + 0,01MBV + 0,53NWC - 0,02Z + \epsilon \dots\dots\dots(10)$$

Tabel 3.
UJI REGRESI DATA PANEL

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Prob.</i>
C	-0,313803	0,1873
X₁ Cash Flow	0,484106	0,0015
X₂ Dividen	0,000480	0,6783
X₃ Market to Book	0,019956	0,0000
X₄ Net Working Capital	0,530290	0,0000
X₅ Leverage	-0,101467	0,1114
X₆ Z-score	-0,026483	0,0000
CONTROL₁ Size	0,011103	0,1674
CONTROL₂ Age	0,015872	0,5401

Sumber: EVIEWS 12 (2024, data diolah)

Hasil Uji t

Mengacu pada Tabel 3, disajikan hasil uji t yang menunjukkan hasil pengujian secara parsial dari variabel *cash flow*, *dividen*, *market-to-book ratio*, *net working capital*, *leverage*, *Z-score*, *firm size* dan *firm age* terhadap *cash holding*. hasil uji tersebut dapat diidentifikasi bahwa variabel *cash flow*, *market-to-book ratio*, *net working capital* dan *Z-score* berpengaruh secara signifikan terhadap *cash holding*. Sementara itu, *dividen*, *leverage*, *firm size* dan *firm age* tidak berpengaruh terhadap *cash holding*.

Hasil Uji F

Hasil uji F menunjukkan bahwa nilai *Probability* yakni $0,000 < 0,05$. Berdasarkan landasan penetapan keputusan hipotesis, H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini berarti bahwa *cash flow*, *dividen*, *market-to-book ratio*, *net working capital*, *leverage*, *Z-score*, *firm size* dan *firm age* secara bersama-sama berpengaruh terhadap *cash holding*.

Hasil Uji Koefisien Determinasi

Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi menunjukkan bahwa nilai *Adjusted R-Squared* sebesar 0,793. Hasil ini menyiratkan bahwa *cash flow*, *dividen*, *market-to-book ratio*, *net working capital*, *leverage*, *Z-score*, *firm size*, dan *firm age* berperan dalam menjelaskan variabel dependen, yaitu *cash holding*, sebesar 79,3%. Sebanyak 20,7% sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar ruang lingkup penelitian.

Pengaruh Cash Flow terhadap Cash Holding

Penelitian ini membuktikan bahwa *cash flow* berpengaruh positif terhadap *cash holding*. Hasil penelitian ini sejalan dengan Maheshwari & Rao (2017), Aftab *et al.* (2018), Uyar & Kuzey (2014), Sethi & Swain (2019), Guo *et al.* (2014), Tran (2020), Shabbir *et al.* (2016). Menurut Myers (1984), teori *pecking order* memaparkan bahwa *cash holding* akan meningkat ketika *cash flow* yang dimiliki tinggi. Ketika arus kas tinggi mengindikasikan bahwa dana yang masuk lebih besar daripada dana yang

keluar. Maka dari itu, perusahaan akan menahan kas yang dimilikinya untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Pernyataan ini konsisten penelitian Astuti *et al.* (2019). Perusahaan menghasilkan surplus kas melalui aktivitasnya (Diaw, 2021). Surplus ini digunakan untuk kegiatan investasi dan memenuhi kebutuhan operasional. Oleh karena itu, arus kas dan kepemilikan kas saling terkait. Menurut Sethi & Swain (2019) perusahaan dengan arus kas yang besar dari aktivitas operasional cenderung memiliki saldo kas yang besar. Maka dari itu, penentuan kas dalam perusahaan tergantung pada arus kas yang dihasilkan. Perusahaan akan menahan banyak kas karena kecenderungannya menggunakan sumber dana internal dibanding sumber dana eksternal. Oleh karena itu, *cash holding* akan meningkat apabila tingkat *cash flow* tinggi.

Hasil penelitian ini didukung dari data Astra Otoparts Tbk. Pada tahun 2020 menunjukkan nilai *cash holding* tertinggi sebesar 1,821 dan nilai *cash flow* juga tertinggi yaitu sebesar 0,334. Tahun 2018-2019 nilai *cash holding* menurun menjadi sebesar 0,056 dan 0,047. Nilai *cash flow* juga mengalami penurunan yaitu menjadi sebesar -0,0004 pada tahun 2018 dan 0,003 pada tahun 2019. Sementara itu, pada tahun 2021 *cash holding* sebesar 0,110 dan pada tahun 2022 *meningkat menjadi* sebesar 0,112. Hal ini juga selaras dengan data *cash flow* pada tahun 2021 yang meningkat sebesar 0,006 dan tahun 2022 menjadi sebesar 0,017. Data tersebut menandakan bahwa *cash flow* memberikan pengaruh yang positif terhadap *cash holding*. Implikasi praktis dari penelitian ini adalah investor disarankan untuk memprioritaskan perusahaan dengan *cash flow* yang tinggi. Kondisi ini mengindikasikan perusahaan memiliki likuiditas yang kuat dan kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangannya.

Pengaruh Dividen terhadap Cash Holding

Penelitian ini membuktikan bahwa dividen tidak berpengaruh terhadap *cash holding*. Temuan ini berbeda dengan teori *trade-off* yang menjelaskan bahwa tinggi rendahnya pendistribusian dividen akan memengaruhi *cash holding* perusahaan. Jika perusahaan memiliki kebijakan dividen yang stabil dan konsisten, maka pembayaran dividen sudah diperhitungkan dalam perencanaan keuangan perusahaan. Dalam hal ini, pembayaran dividen tidak akan menyebabkan fluktuasi yang signifikan pada *cash holding*. Pada penelitian ini, besar kecilnya *cash holding* yang dimiliki oleh perusahaan tidak ditentukan oleh kebijakan dividen. Perusahaan tidak menggunakan *cash holding*-nya untuk melakukan pendistribusian dividen. Hal ini dikarenakan perusahaan memiliki peluang investasi yang tinggi dan akses yang mudah untuk mendapatkan dana tambahan dari pasar modal sehingga cenderung tidak menggunakan *cash holding*-nya.

Oleh karena itu, berdasarkan uraian tersebut dapat diinterpretasikan bahwa kebijakan dividen tidak memengaruhi besar kecilnya *cash holding* pada perusahaan *consumer cyclicals* tahun 2018-2022 di mana hal tersebut konsisten dengan hasil temuan dari Shabbir *et al.* (2016). Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan Gonenc *et al.* (2022), Aftab *et al.* (2018), Hardianto *et al.* (2017), Magerakis & Habib, (2022), (Tran, 2020), Maheshwari & Rao (2017), Al-Najjar (2013), Sethi & Swain (2019), dan Guo *et al.* (2014) yang menjelaskan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara dividen dan *cash holding*

Pengaruh Market-to-book ratio terhadap Cash Holding

Penelitian ini membuktikan bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh positif terhadap *cash holding*. Meskipun temuan ini berbeda dengan teori *trade-off*, tetapi hasil temuan ini selaras dengan Maheshwari & Rao (2017), Gonenc *et al.* (2022) yang mengungkap pengaruh positif antara *market-to-book ratio* dan *cash holding*. Teori *trade-off* menjelaskan bahwa peluang investasi yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk menyimpan lebih sedikit uang tunai. Pada periode pengamatan, perusahaan memiliki peluang investasi yang tinggi. Menurut Aftab *et al.* (2018), peluang investasi dapat diukur dengan *market-to-book ratio*. Nilai *market-to-book ratio* rata-rata sampel penelitian bernilai lebih dari 1. Nilai ini mengindikasikan investor bersedia membayar lebih besar daripada nilai bukunya. Menurut Al-Najjar (2013) perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi memiliki akses yang mudah ke pasar modal. Hal ini dikarenakan perusahaan dapat dengan mudah mendapatkan dana tambahan jika diperlukan. Oleh karena itu, perusahaan akan memiliki banyak dana untuk disimpan. Hal ini yang menyebabkan *cash holding* meningkat.

Hasil penelitian ini didukung data dari Bintang Oto Global Tbk. Pada tahun 2018-2020, nilai *market-to-book ratio* Bintang Oto Global Tbk mengalami peningkatan yaitu sebesar 6,45 pada tahun 2018, kemudian 11,93 pada tahun 2019, dan 12,18 pada tahun 2020. Sementara itu, nilai *cash holding* dari Bintang Oto Global Tbk pada tahun yang sama 2018-2020 juga mengalami peningkatan yaitu sebesar 0,052 pada tahun 2018, kemudian 0,072 pada tahun 2019, dan 0,131 pada tahun 2020. Kemudian, pada tahun 2021-2022 *market-to-book ratio* kembali mengalami penurunan menjadi sebesar 11,84 dan 10,23. Data tersebut juga sejalan dengan nilai *cash holding* yang mengalami penurunan pada tahun 2021-2022 menjadi 0,574 dan 0,481. Hal ini membuktikan bahwa nilai *market-to-book ratio* memberikan pengaruh secara positif terhadap *cash holding*. Oleh karena itu, semakin tinggi nilai *market-to-book ratio*, maka akan semakin tinggi pula nilai *cash holding*. Hasil penelitian ini mengimplikasikan bahwa investor perlu memperhatikan rasio harga terhadap buku perusahaan. Semakin tinggi rasio ini, semakin besar kemungkinan perusahaan memiliki simpanan kas yang memadai untuk membiayai kegiatan investasinya tanpa perlu mencari pendanaan eksternal.

Pengaruh *Net Working Capital* terhadap *Cash Holding*

Penelitian ini membuktikan bahwa *net working capital* berpengaruh positif terhadap *cash holding*. Meskipun temuan berbeda dengan teori *trade-off*, tetapi hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Sethi & Swain (2019), Diaw (2021), Astuti *et al.* (2019), dan Suherman (2017) yang menyatakan bahwa *net working capital* berpengaruh terhadap *cash holding* secara positif. Teori *trade-off* menjelaskan bahwa terdapat hubungan terbalik antara kas dan modal kerja bersih. Pada penelitian ini, kenaikan modal kerja bersih mengindikasikan pada peningkatan saldo kas karena perusahaan yang likuid cenderung akan menahan sejumlah besar kas dan sebaliknya (Suherman, 2017). Pada beberapa negara, modal kerja bersih merupakan alternatif yang sempurna untuk pengganti kas (Diaw, 2021). Modal kerja bersih dapat dikonversi menjadi uang tunai sehingga digunakan sebagai pengganti *cash holding* (Sethi & Swain, 2019). Namun, menurut Al-Najjar (2013) hubungan ini tidak berlaku untuk negara-negara kelompok BRIC (Brazil, Rusia, India, China). Hasil penelitian ini dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar teori, misalnya karakteristik perusahaan yang berbeda. Dalam hal ini, *net working capital* tidak dijadikan sebagai pengganti aset likuid pada perusahaan sektor *consumer cyclicals*. Kas merupakan komponen dari *net working capital*, di mana peningkatan kas akan berdampak pada peningkatan *net working capital* (Astuti *et al.*, 2019).

Temuan penelitian ini didukung berdasarkan data dari Astra Otoparts Tbk. Selama tahun 2018-2020, nilai *net working capital* terus mengalami kenaikan yaitu sebesar 0,123 pada tahun 2018, kemudian 0,128 pada tahun 2019, dan 2,882 pada tahun 2020. Sementara itu, nilai *cash holding* dari Astra Otoparts Tbk pada tahun 2018-2020 juga mengalami kenaikan yaitu sebesar 0,056 pada tahun 2018, kemudian 0,048 pada tahun 2019, dan 1,822 pada tahun 2020. Kemudian, pada tahun 2021 *net working capital* mengalami penurunan menjadi sebesar 0,138. Dan pada tahun 2022 kembali meningkat menjadi 0,172. Selaras dengan data tersebut, *cash holding* Astra Otoparts Tbk pada tahun 2021 juga menurun menjadi 0,110. Dan pada tahun 2022 kembali meningkat menjadi 0,112. Hal ini membuktikan bahwa nilai *net working capital* memberikan pengaruh secara positif terhadap *cash holding*. Dapat dianalisis bahwa semakin tinggi nilai *net working capital*, maka akan semakin tinggi pula nilai *cash holding*. Penelitian ini menunjukkan bahwa *net working capital* yang tinggi dapat menjadi indikator yang baik bagi investor dalam membuat keputusan investasi. Hal ini dikarenakan perusahaan cenderung memiliki likuiditas yang kuat sehingga dapat mengurangi risiko investasi.

Pengaruh *Leverage* terhadap *Cash Holding*

Penelitian ini membuktikan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap *cash holding*. Temuan ini berbeda dengan teori *pecking order* yang menjelaskan bahwa perusahaan cenderung menggunakan pendanaan internal dibanding penerbitan utang. *Leverage* mengacu pada penggunaan utang atau modal pinjaman. Suatu perusahaan akan menerbitkan utang ketika kas yang dimilikinya tidak mencukupi untuk membiayai kegiatan operasional. Maka dari itu, untuk menghindari penerbitan utang perusahaan akan meningkatkan *cash holding*-nya. Pada periode pengamatan, rata-rata nilai *debt to asset ratio* (DAR) pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yaitu sebesar 23,2%. Hal ini berarti rata-rata aset perusahaan yang bersumber dari utang cenderung rendah karena kurang dari 50% (Suherman, 2017).

Ini menyiratkan bahwa rata-rata sampel yang diteliti merupakan perusahaan yang cukup stabil. Oleh karena itu, kebijakan utang tidak memengaruhi besar kecilnya *cash holding*. Penelitian ini menjelaskan bahwa tingkat *leverage* perusahaan, yang diukur dengan *debt to asset ratio* (DAR) tidak menjadi faktor penentu dalam penetapan kebijakan *cash holding*.

Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan dari Suherman (2017) yang menganggap bahwa tidak terdapat pengaruh antara *leverage* dan *cash holding*. Sementara itu, hasil penelitian ini tidak sepadan dengan penelitian Uyar & Kuzey, (2014), Maheshwari & Rao, (2017), Gonenc *et al.* (2022), Aftab *et al.* (2018), Al-Najjar (2013), Hardianto *et al.* (2017), Guo *et al.* (2014), Ranajee & Pathak (2019), Magerakis & Habib (2022), Shabbir *et al.* (2016), Sethi & Swain, (2019), Diaw (2021), Tran (2020) yang memaparkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *leverage* dan *cash holding*.

Pengaruh Z-score terhadap Cash Holding

Penelitian ini membuktikan bahwa *Z-score* berpengaruh negatif terhadap *cash holding*. Meskipun berbeda dengan teori *trade-off* yang menjabarkan bahwa *cash holding* dapat mengurangi risiko kebangkrutan karena berfungsi sebagai dana darurat untuk menghadapi kerugian yang tidak terduga. Namun, temuan ini konsisten dengan penelitian dari Nafees *et al.* (2017) yang beranggapan hubungan antara *Z-score* dan *cash holding* yaitu signifikan negatif. Pada sampel penelitian ini, rata-rata perusahaan berada dalam zona aman. Data rata-rata *Z-score* yaitu sebesar $3,58 > 2,60$ yang berarti perusahaan berkemungkinan kecil untuk mengalami kebangkrutan. Perusahaan yang terhindar dari potensi kebangkrutan mengindikasikan bahwa kondisi kesehatan keuangannya baik. Dengan begitu, perusahaan tidak memerlukan *cash holding* yang besar. Hasil temuan mengindikasikan bahwa semakin tinggi nilai *Z-score* maka akan semakin rendah *cash holding* yang dimiliki oleh perusahaan.

Hal ini dibuktikan dari data Pembangunan Jaya Ancol Tbk. Nilai *Z-score* pada tahun 2018 yaitu sebesar 2,51 kemudian naik menjadi 2,91 pada tahun 2019. Sementara itu, nilai *cash holding*-nya pada tahun 2018 yaitu sebesar 0,185 kemudian turun menjadi 0,123 pada 2019. Pada tahun 2020 nilai *Z-score* yaitu 0,38 mengalami penurunan menjadi -0,46 pada 2021. Sedangkan nilai *cash holding* pada tahun 2020 yaitu 0,079 meningkat menjadi 0,212 pada 2021. Kemudian, pada tahun 2022 nilai *Z-score* mengalami kenaikan menjadi 1,71 dan *cash holding* menurun menjadi 0,128. Hal ini membuktikan bahwa nilai *Z-score* berpengaruh secara negatif terhadap *cash holding*. Implikasi dari hasil penelitian ini menyarankan agar investor memaksimalkan potensi keuntungan dengan berinvestasi pada perusahaan dengan nilai *Z-score* di atas 2,60. Ini mengindikasikan manajemen kas yang sehat dan risiko kebangkrutan yang rendah

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil uji regresi data panel, dapat diambil kesimpulan bahwa variabel *cash flow* memengaruhi *cash holding* secara positif. Perusahaan akan menahan banyak kas karena kecenderungannya menggunakan sumber dana internal dibandingkan sumber dana eksternal. Oleh karena itu, *cash holding* akan meningkat apabila tingkat *cash flow* yang dimiliki perusahaan tinggi. Variabel *market-to-book ratio* juga memengaruhi *cash holding* secara positif. Adanya fenomena peningkatan inflasi menyebabkan kenaikan suku bunga oleh Bank Indonesia, yang mengakibatkan biaya bunga lebih tinggi bagi perusahaan dalam meminjam dana. Akibatnya, perusahaan cenderung menggunakan modal internal daripada utang dalam melakukan kegiatan investasinya. Hal ini mengakibatkan terjadinya peningkatan *cash holding*. Kemudian, variabel *net working* memengaruhi *cash holding* secara positif. Penelitian ini memperhitungkan faktor-faktor lain seperti karakteristik perusahaan yang berbeda, sehingga *net working capital* tidak dapat digunakan sebagai substitusi aset likuid pada perusahaan sektor *consumer cyclicals*. Modal kerja bersih yang meningkat menyebabkan peningkatan saldo kas. Selanjutnya, variabel *Z-score* memengaruhi *cash holding* secara negatif. Nilai *Z-score* yang tinggi mengindikasikan bahwa kondisi kesehatan keuangan perusahaan baik. Dengan begitu, perusahaan tidak perlu menahan banyak kasnya. Sementara itu, dividen, *leverage*, dan variabel kontrol tidak berpengaruh terhadap *cash holding* perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022.

Implikasi dari penelitian ini adalah dapat dipahami bahwa *cash flow* merupakan salah satu faktor penentu *cash holding*. Para investor disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan nilai *cash flow* yang tinggi. Arus kas yang besar menandakan bahwa perusahaan memiliki *cash holding* yang besar pula sehingga cadangan kasnya besar. Selain itu, para investor seharusnya mengidentifikasi nilai *market-to-book ratio* yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin tinggi nilai *market-to-book ratio* maka *cash holding* akan semakin meningkat. Hal ini berarti perusahaan cenderung menggunakan sumber internalnya dalam melakukan kegiatan investasi. Para investor juga sebaiknya mempertimbangkan nilai *net working capital* yang tinggi. Perusahaan dengan *net working capital* tinggi akan memiliki kepemilikan kas yang besar. Hal ini mengindikasikan bahwa saldo kas yang tersedia di dalam perusahaan akan meningkat. Selanjutnya, para investor sebaiknya berinvestasi pada perusahaan yang memiliki nilai *Z-score* tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan nilai *Z-score* > 2,60 mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki manajemen kas yang baik dan terhindar dari kondisi kesulitan keuangan. Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam penggunaan proksi, sehingga hasil penelitian mungkin tidak sepenuhnya mencerminkan realitas variabel yang diteliti. Peneliti selanjutnya diharapkan untuk mempertimbangkan penggunaan proksi yang beragam untuk setiap variabel penelitian. Peneliti selanjutnya juga diharapkan mempertimbangkan penggunaan variabel independen yang lebih beragam, seperti R&D, *cash conversion cycle*, *capital expenditure*, dan faktor-faktor lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Afrifa, G. (2016). Net working capital, cash flow and performance of UK SMEs. *Review of Accounting and Financer*, 2, 21–44.
- Aftab, U., Javid, A. Y., & Akhter, W. (2018). The Determinants of Cash Holdings around Different Regions of the World. *Business & Economic Review*, 10(2), 151–182. <https://doi.org/10.22547/ber/10.2.7>
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22(1), 77–88. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2012.02.004>
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash holdings. *Advances in Environmental Biology*, 7(14), 4795–4801.
- Altman, E. (1968). FINANCIAL RATIOS, DISCRIMINANT ANALYSIS AND THE PREDICTION OF CORPORATE BANKRUPTCY EDWARD. *The Journal of Finance*, 29(1), 312–312. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1974.tb00057.x>
- Angelika, S., Bangun, N., & Lukman, H. (2023). Determinants of Cash Holding of Non-Cyclicals Sector Companies Listed on Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Application on Economics and Business*, 1(4), 2303–2314. <https://doi.org/10.24912/ijaeb.v1i4.2303-2314>
- Astuti, A. W., Wiyono, G., & Mujino, M. (2019). Analisis Cash Holding Berbasis Kekuatan Kas Dan Modal Kerja Bersih. *JBTI: Jurnal Bisnis Teori Dan Implementasi*, 10(2), 137–149. <https://doi.org/10.18196/bti.102123>
- CNBC Indonesia. (2021). Resmi, Mulai Hari Ini BEI Kelompokkan Emiten di 12 Sektor. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20210125150721-17-218547/resmi-mulai-hari-ini-bei-kelompokkan-emiten-di-12-sektor#:~:text=Jakarta%2C%20CNBC%20Indonesia%20-%20Bursa%20Efek,yang%20digunakan%20bursa%20sejak%201996.>
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2018). Mixed Methods Procedures. In *Research Defign: Qualitative, Quantitative, and Mixed M ethods Approaches*.

Karina Nindya Krisdiana & Harlina Meidiaswati. Kebijakan *cash holding* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* di Indonesia

Diaw, A. (2021). Corporate cash holdings in emerging markets. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 139–148. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.005>

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295–319. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x>

Fitriyani, F., Dharma, F., & Susilowati, R. Y. N. (2022). Pengaruh Corporate Governance dan Intellectual Capital Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Journal Field of Economics, Business and Entrepreneurship*, 1(4), 400–409. <https://doi.org/10.23960/efebe.v1i4.52>

Gill, A., & Shah, C. (2011). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70–79. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n1p70>

Gonenc, H., Polten, M. O., & Westerman, W. (2022). U.S., Anglo-Saxon European, and non-Anglo-Saxon European cash holdings around the financial crisis. *Global Finance Journal*, 52(July 2021), 100712. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2022.100712>

Guo, H., Legesse, T., Tang, J., & Wu, Z. (2014). Corporate Cash Holding and Agency Problem: Evidence from Vietnam. *The Economic Science*, 68(1), 47–68.

Hadjaat, M., Yudaruddin, R., & Riadi, S. S. (2021). The Impact of Financial Distress on Cash Holdings in Indonesia: Does Business Group Affiliation Matter? *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 373–381. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0373>

Hardianto, Y. T., Kustiani, N. A., & Ramadhan, M. R. (2017). PENGARUH TAX AVOIDANCE RISK TERHADAP CASH HOLDING POLICY PERUSAHAAN DI INDONESIA. *Soedirman Accounting Review*, 02(02), 174–198.

Husnan, S. (2019). *Manajemen Keuangan, edisi 3*. April, 3.42.

Khan, M. (2009). Munich Personal RePEc Archive Price Earning Ratio and Market to Book Ratio Price Earning Ratio and Market to Book Ratio: A Case Study of Pakistani Textile Sector. *IUB Journal of Social Sciences and Humanities*, 10(2).

Magerakis, E., & Habib, A. (2022). Environmental uncertainty and corporate cash holdings: The moderating role of CEO ability. *International Review of Finance*, 22(3), 402–432. <https://doi.org/10.1111/irfi.12355>

Maheshwari, Y., & Rao, K. T. V. (2017). Determinants of Corporate Cash Holdings. *Global Business Review*, 18(2), 416–427. <https://doi.org/10.1177/0972150916668610>

Megginson, W. L., Ullah, B., & Wei, Z. (2014). State ownership, soft-budget constraints, and cash holdings: Evidence from China's privatized firms. *Journal of Banking and Finance*, 48(November 2010), 276–291. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.06.011>

Miller, M. H., & Orr, D. (1966). A model of the demand for money by firms. *Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413–435. <https://doi.org/10.2307/1880728>

Miller, M., & Modigliani, F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, XLVIII(3), 261–297. <https://doi.org/10.2307/1286430>

Mustikoningsih, R. (2023). *Rekomendasi Saham Consumer Cyclicals dari Ajaib Sekuritas: SCMA*,

- MAPI, dan ACES. Kontan.Co.Id. <https://investasi.kontan.co.id/news/rekomendasi-saham-consumer-cyclicals-dari-ajaib-sekuritas-scma-mapi-dan-aces>
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–591.
- Nafees, B., Ahmad, N., & Rasheed, A. (2017). *The Determinants of Cash Holdings: Evidence from SMEs in Pakistan*. 11(1), 111–116.
- Ranajee, & Pathak, R. (2019). Corporate cash holding during crisis and beyond: what matters the most. *International Journal of Managerial Finance*, 15(4), 492–510. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2018-0085>
- Sari, P. A., & Hidayat, I. (2022). Analisis Laporan Keuangan. *Eureka Media Aksara*, 1(69), 5–24.
- Sethi, M., & Swain, R. K. (2019). Determinants of Cash Holdings: A Study of Manufacturing Firms in India. *International Journal of Management Studies*, VI(2(2)), 11. [https://doi.org/10.18843/ijms/v6i2\(2\)/02](https://doi.org/10.18843/ijms/v6i2(2)/02)
- Shabbir, M., Hashmi, S., & Chaudhary, G. (2016). Determinants of corporate cash holdings in Pakistan. *INTERNATIONAL JOURNAL OF ORGANIZATIONAL LEADERSHIP*, 50–62.
- Suherman, S. (2017). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Cash Holdings Perusahaan Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen*, 21(3), 336. <https://doi.org/10.24912/jm.v21i3.255>
- Sumando, E. (2011). *Cash and Debt Management: Kebutuhan Untuk Meminimumkan Total Cost of Holding Cash Pemerintah*. Kementerian Keuangan RI Direktorat Jenderal Perbendaharaan. <https://djpb.kemenkeu.go.id/portal/id/berita/lainnya/artikel-ulasan/1581-cash-and-debt-management-kebutuhan-untuk-meminimumkan-total-cost-of-holding-cash-pemerintah.html>
- Tran, Q. T. (2020). Corporate cash holdings and financial crisis: new evidence from an emerging market. *Eurasian Business Review*, 10(2), 271–285. <https://doi.org/10.1007/s40821-019-00134-9>
- Uyar, A., & Kuzey, C. (2014). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from the emerging market of Turkey. *Applied Economics*, 46(9), 1035–1048. <https://doi.org/10.1080/00036846.2013.866203>