

## **BAB II**

### **KERANGKA TEORETIS DAN RANGKUMAN HIPOTESIS**

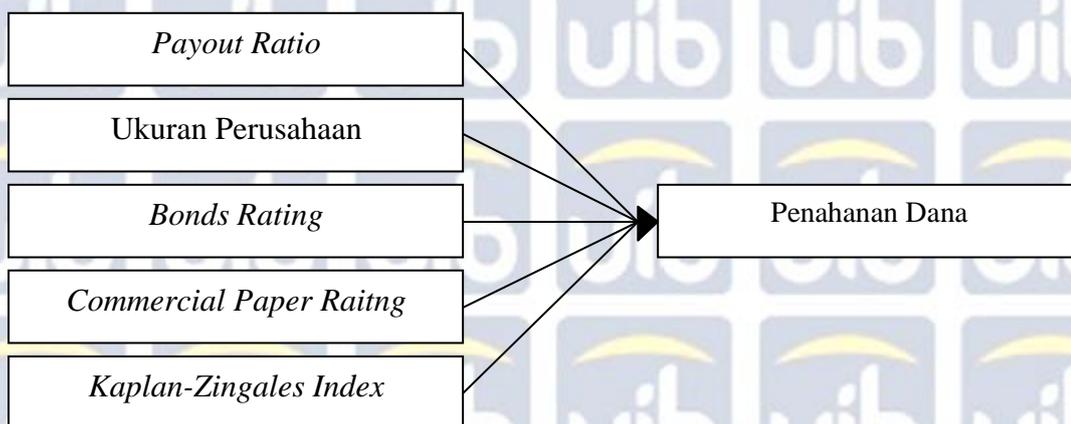
#### **2.1 Model Penelitian Terdahulu**

Beberapa penelitian telah dilakukan sebelumnya untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat penahanan dana perusahaan. Ozkan dan Ozkan (2003) melakukan penelitian tentang hubungan antara kepemilikan manajerial dengan penahanan dana di negara United Kingdom. Penelitian dimulai dari tahun 1995 sampai dengan tahun 1999. Variabel independen yang diukur dalam penelitian ini adalah arus kas, likuiditas, *leverage*, hutang bank, *market-to-book ratio*, ukuran perusahaan, variabilitas, dividen. Variabel *dummy* di antaranya yaitu, pengawas, kepemilikan keluarga, kontrol kas, dan kepemilikan manajerial.

Ferreira dan Vilela (2004) meneliti tentang penahanan dana di perusahaan yang berada di negara EMU. Penelitian tersebut menggunakan variabel independen, di antaranya yaitu set kesempatan investasi, arus kas, likuiditas aset, *leverage*, ukuran perusahaan, dan utang bank.

Drobetz dan Gruninger (2006) melakukan penelitian tentang penahanan dana pada perusahaan non-keuangan yang ada di negara Swiss. Penelitian ini dimulai dari tahun 1995 sampai dengan tahun 2004. Variabel independen yang digunakan adalah aset berwujud, ukuran perusahaan, *leverage*, likuiditas, pembayaran dividen, arus kas operasi, pertumbuhan perusahaan, dan kepemilikan manajerial.

Almeida, Campello, dan Weisbach (2004) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana di Newyork. Penelitian tersebut menggunakan sampel data observasi dari tahun 1971 sampai dengan 2000 dari *Compustat* atau CRSP. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut yaitu *payout ratio*, ukuran perusahaan, *bond ratings*, *commercial paper ratings*, dan *Kaplan-Zingales index*.



*Gambar 1* Model penelitian faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana, sumber: Almeida, Campello, dan Weisbach (2004).

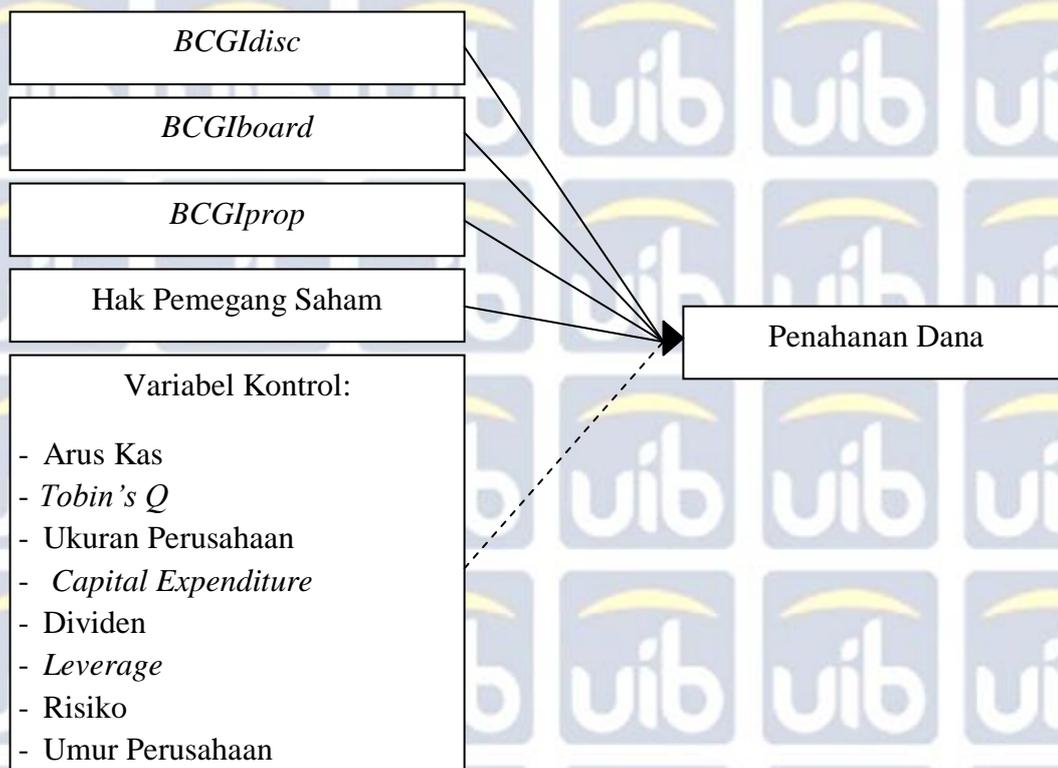
Bates, Kahles, dan Stultz (2009) melakukan penelitian tentang bagaimana penahanan dana di perusahaan Amerika Serikat telah berkembang sejak tahun 1980. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan industri dari tahun 1980 sampai dengan tahun 2006. Variabel independen yang digunakan adalah *leverage*, kerugian, *market-to-book ratio*, penerbitan hutang bersih, penerbitan ekuitas bersih, *net leverage*, ukuran perusahaan, *Research&Development*, dan tagihan kas.

Bigelli dan Vidal (2009) melakukan penelitian tentang penahanan dana pada 17.000 perusahaan swasta di negara Italia. Peneliti menggunakan pengukuran pertumbuhan perusahaan, siklus konversi kas, defisit pembiayaan, dividen, utang, dan modal kerja bersih sebagai variabel independen.

Daher (2010) melakukan penelitian tentang penahanan dana pada perusahaan swasta dan perusahaan publik yang terdaftar di FAME *database* negara United Kingdom. Peneliti menggunakan variabel independen, di antaranya yaitu pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, arus kas pada aset, modal kerja bersih pada aset, *capital expenditure* pada aset, dan *leverage*.

Shah (2011) melakukan penelitian tentang strategi penyesuaian kas terhadap penahanan dana. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di *China's Stock Market* dari tahun 1998 sampai dengan tahun 2009. Variabel independen yang digunakan adalah pertumbuhan perusahaan, kesulitan keuangan, volatilitas arus kas, ukuran perusahaan, *leverage*, pembayaran dividen, profitabilitas, jatuh tempo utang, *convertibility*, dan perputaran kas.

Pinho, Pontes, dan Funchal (2010) meneliti mengenai pengaruh atribut tata kelola perusahaan terhadap penahanan dana. Penelitian tersebut menggunakan sampel sebanyak 248 perusahaan yang terdaftar di *Sao Paulo Stock Exchange* pada tahun 1998, 2000, 2002, 2004, dan 2006. Variabel independen yang digunakan adalah pengungkapan (*BCGI<sub>disc</sub>*), komposisi dewan dan fungsi (*BCGI<sub>board</sub>*), struktur kepemilikan dan kontrol (*BCGI<sub>prop</sub>*) dan hak pemegang saham dengan variabel kontrol arus kas, *Tobin's Q*, ukuran perusahaan, *capital expenditure*, dividen, *leverage*, risiko, dan umur perusahaan.



Gambar 2 Model penelitian pengaruh atribut tata kelola perusahaan terhadap penahanan dana, sumber: Pinho, Pontes, dan Funchal (2010).

Kangarluei dan Anarjan (2011) melakukan penelitian tentang hubungan antara nilai-nilai budaya dengan tingkat penahanan dana. Penelitian ini menggunakan 84 sampel perusahaan yang terdaftar di *Tehran Stock Exchange* dari tahun 2003-2010 dengan menggunakan analisis regresi *The Ordinary Least Square* (OLS). Variabel independen yang digunakan antara lain adalah indeks daya jarak (PDI), penghindaran ketidakpastian (UAI), individualisme (IDV), dan *Masculinity* (MAS).

Kim, Seo, dan Sohn (2011) melakukan penelitian tentang pengaruh efek pengungkit keuangan pada penahanan dana. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan *small and medium sized* (SMEs) di Korea dari tahun 1980-2008.

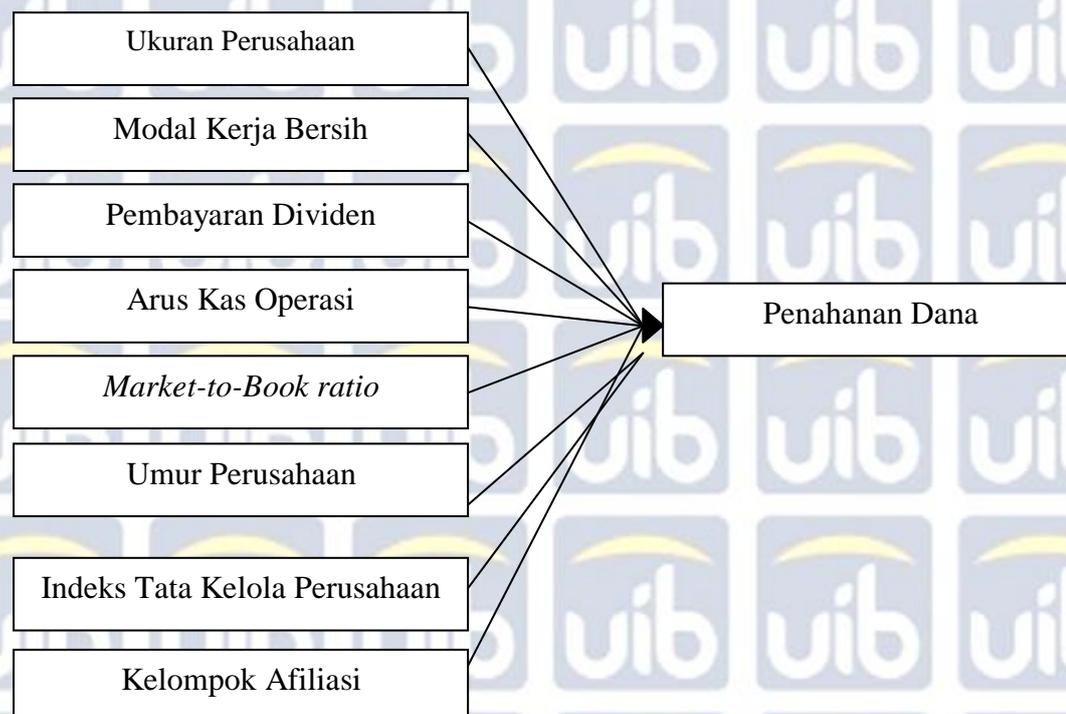
Variabel independen yang digunakan antara lain adalah *leverage*. Sedangkan hutang bank, arus kas, likuiditas, *growth opportunities*, ukuran perusahaan, dividen, variabilitas arus kas, kepemilikan manajerial dan institusional kepemilikan merupakan variabel kontrol.

Ogundipe, Ogundipe, dan Ajao (2012) melakukan penelitian tentang hubungan antara karakteristik perusahaan dan penahanan dana di negara Nigeria. Penelitian ini menggunakan 54 sampel perusahaan yang terdaftar di *Nigerian Stock Exchange* dalam kurun waktu 15 tahun, yaitu dari tahun 1995-2010. Variabel independen yang digunakan adalah arus kas, modal kerja bersih, *leverage*, probabilitas, dan *capital expenditures*.

Tsai (2012) meneliti hubungan antara tata kelola perusahaan dengan penahanan dana. Penelitian tersebut menggunakan sampel data observasi dari perusahaan yang terdaftar di *Taiwan Stock Exchange* dari tahun 2005 sampai dengan 2009. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut yaitu ukuran perusahaan, modal kerja bersih, pembayaran dividen, arus kas dari kegiatan operasi, *market-to-book ratio*, umur perusahaan, indeks tata kelola perusahaan, dan kelompok afiliasi.

Schoubben dan Hulle (2012) melakukan penelitian tentang dampak nilai pasar (*impact of market share*) terhadap penahanan di perusahaan besar yang ada di 14 negara Eropa. Variabel independen yang digunakan adalah pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *leverage*, arus kas, aset likuid lainnya, volatilitas arus kas, dan saham.

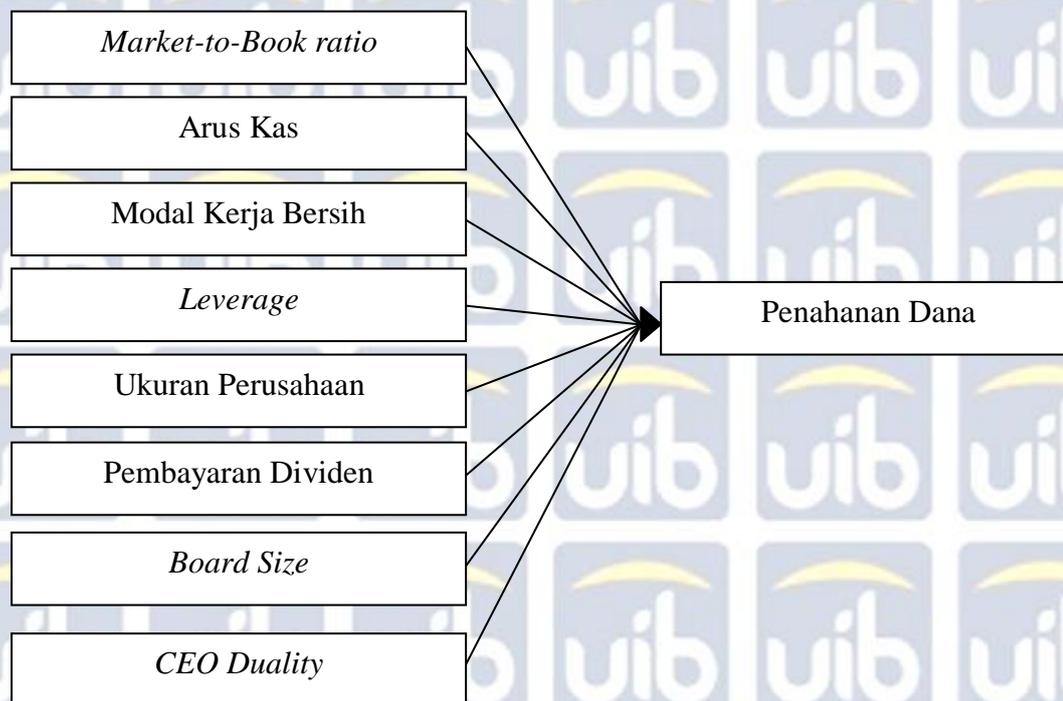
Pastor dan Gama (2012) melakukan penelitian tentang faktor-faktor penahanan dana terhadap perusahaan manufaktur yaitu *small and medium size companies* (SMEs) di Portugis dari tahun 2001-2007. Variabel independen yang digunakan adalah pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, hubungan dengan lembaga keuangan, *financial distress*, *leverage*, *debt maturity structure*, arus kas, likuiditas dan penahanan dana.



Gambar 3 Model penelitian pengaruh tata kelola perusahaan terhadap penahanan dana, sumber: Tsai (2012).

Gill dan Shah (2012) meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana di Kanada dengan menggunakan pengukuran *market-to-book ratio*, arus kas, modal kerja bersih, *leverage*, ukuran perusahaan, pembayaran dividen, *board size* dan *CEO duality* sebagai variabel independen. Penelitian dilakukan dengan menggunakan sampel 166 perusahaan (91 perusahaan

manufaktur dan 75 perusahaan jasa) di Canada yang tercatat dalam *Toronto Stock Exchange* pada periode penelitian dari tahun 2008-2010 dengan menggunakan analisis regresi *The Ordinary Least Square* (OLS).



*Gambar 4* Model penelitian faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana, sumber: Gill dan Shah (2012).

Mokhtari, Kangarlouei, dan Motavassel (2012) melakukan penelitian tentang hubungan antara kualitas akrual dan penahanan dana pada perusahaan yang terdaftar di *Tehran Stock Exchange* selama tujuh tahun, yaitu dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2009. Penelitian ini menggunakan penahanan kas sebagai variabel dependen dan sebelas variabel independen, yaitu kualitas akrual diskresioner, *leverage*, kapasitas untuk menghasilkan arus kas, dividen, struktur jatuh tempo utang, pilihan pertumbuhan, dan *financial distress*, kualitas akrual non-diskresioner, ukuran perusahaan, utang bank, dan *opportunity cost*.

Islam (2012) meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan manufaktur di negara Bangladesh. Peneliti menggunakan pengukuran aktiva lancar, arus kas, volatilitas arus kas, hutang jangka pendek terhadap total hutang perusahaan, *leverage*, aset tidak berwujud, *market-to-book ratio*, ukuran perusahaan, aset berwujud, modal kerja bersih, dan rasio pembayaran dividen sebagai variabel independen.

Ogundipe, Salawu, dan Ogundipe (2012) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan di Nigeria.

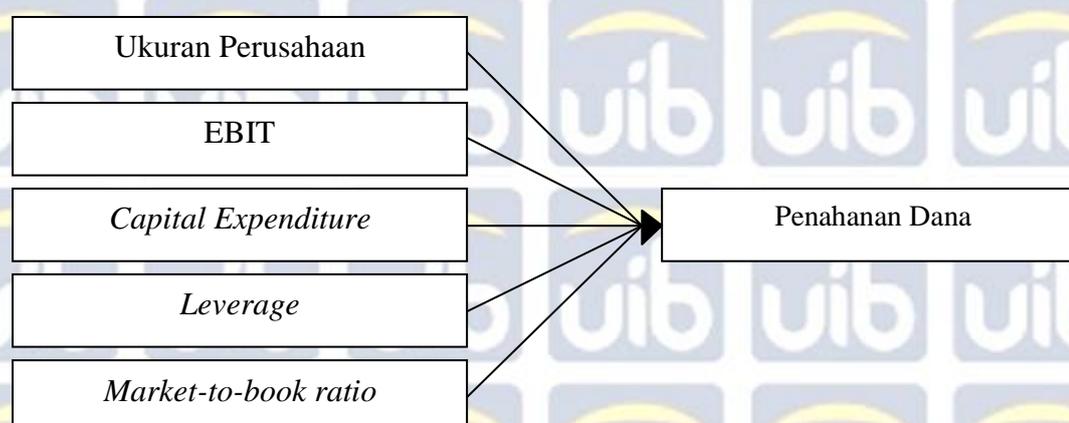
Sampel yang digunakan adalah 54 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Nigeria mulai dari periode tahun 1995-2009. Peneliti menggunakan pengukuran *market-to-book ratio*, ukuran perusahaan, arus kas, modal kerja bersih, *leverage*, tingkat pengembalian aset, persediaan, hutang, piutang, *financial distress* dan *bank relationship* sebagai variabel independen.

Anjum dan Malik (2013) meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana dengan menggunakan 395 sampel perusahaan non-keuangan Pakistan yang terdaftar di *Karachi Stock Exchange* dari tahun 2005-2011. Variabel independen yang digunakan antara lain adalah ukuran perusahaan, modal kerja bersih, *leverage*, konversi kas, dan pertumbuhan penjualan.

Abushammala dan Sulaiman (2014) melakukan penelitian tentang pengaruh makroekonomi terhadap tingkat penahanan dana pada 65 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di ASE dari tahun 2010-2011. Penelitian ini diukur menggunakan metode *fully modified ordinary least square* (FMOLS). Hasil

penelitian menemukan bahwa variabel independen produksi bruto domestik (GDP), *credit spread* (CS), deficit anggaran pemerintah dan kas (BD) mempunyai hubungan positif dengan variabel dependen yaitu penahanan dana.

Ali dan Yousaf (2013) meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana dengan menggunakan sampel perusahaan non-finansial di Jerman. Penelitian tersebut menggunakan variabel independen di antaranya yaitu, ukuran perusahaan, laba sebelum bunga dan pajak, *capital expenditure*, *leverage*, dan *market-to-book ratio*.



Gambar 5 Model penelitian faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana, sumber: Ali dan Yousaf (2013).

Tehrani, Darabi, dan Izy (2014) melakukan penelitian tentang faktor likuiditas terhadap penahanan dana. Penelitian ini menggunakan sampel 200 perusahaan yang terdaftar di *Tehran Stock Exchange* dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2012. Variabel independen yang digunakan adalah nilai transaksi, jumlah transaksi, tingkat *turnover*, dan probabilitas perdagangan.

Wang, Chen, dan Song (2014) melakukan penelitian tentang strategi penyesuaian kas terhadap penahanan dana. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di *China's Stock Market* dari tahun 1998 sampai dengan tahun 2009. Variabel independen yang digunakan adalah tingkat inflasi, siklus operasi, periode perputaran persediaan, periode perputaran piutang. Variabel kontrol yang digunakan adalah arus kas, ukuran perusahaan, *Tobin's Q*, risiko, modal kerja bersih, dan total utang.

Mugumisi dan Mawanza (2014) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Zimbabwe. Variabel independen yang digunakan adalah tingkat pengembalian aset, arus kas, *debt maturity structure*, modal kerja bersih, dan *capital expenditure*.

Bashir (2014) melakukan penelitian tentang penahanan dana di perusahaan non-keuangan yang terdaftar di *Karachi Stock Exchange*. Penelitian ini berjalan selama sepuluh tahun, yaitu dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2013. Variabel independen yang digunakan adalah *return on assets*, pertumbuhan perusahaan, piutang, kesulitan keuangan, dan persediaan.

Kariuki, Namusonge, dan Orwa (2015) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan manufaktur swasta di Kenya. Variabel independen yang digunakan adalah pertumbuhan perusahaan, *leverage*, ukuran perusahaan, *financial distress*, dan variabilitas arus kas.

Arata, Sheng, dan Lora (2015) melakukan penelitian tentang hubungan antara derajat internasionalisasi dengan penahanan dana. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan non-keuangan di negara Brazil dan Mexico dari tahun 2006 sampai dengan tahun 2010. Variabel independen yang digunakan adalah derajat internasionalisasi, ukuran perusahaan, *leverage*, pertumbuhan perusahaan, dividen, modal kerja bersih, arus kas, variabilitas arus kas, dan *capital expenditures*.

## 2.2 Penahanan Dana

Kas sebagai aset yang paling likuid, pada umumnya terdiri atas mata uang dan giro atau *demand deposit* (uang yang tersedia untuk memenuhi permintaan di institusi keuangan), (Kieso, Weygandt & Warfield, 2011). Kas terdapat dalam urutan pertama dalam neraca karena merupakan aset yang paling likuid di antara aset lancar lainnya. Posisi kas pada neraca digabungkan dengan ekuivalen kas. Ekuivalen kas adalah investasi jangka pendek yang sangat likuid dan akan jatuh tempo dalam jangka tiga bulan atau kurang, (Kieso *et al.*, 2011).

Kebijakan perusahaan untuk menahan dana merupakan langkah untuk melindungi perusahaan dari kekurangan dana. Semakin besar ketidakpastian atau volatilitas dari arus kas perusahaan, maka semakin besar kemungkinan terjadinya kekurangan kas operasional dan perusahaan terdorong untuk menahan dana dalam jumlah yang lebih besar (Dittmar, 2005).

Terdapat empat motif utama dalam memegang kas menurut Bates, Kahle, dan Stulz (2009), yaitu:

1. Motif transaksi (*The Transaction Motive*). Motif ini menjelaskan bahwa keuntungan utama dari penahanan dana adalah perusahaan dapat menurunkan biaya transaksi dengan menggunakan kas untuk melakukan pembayaran daripada melikuidasi aset pada saat yang mendesak.
2. Motif berjaga-jaga (*The Precautionary Motive*) yaitu perusahaan menyimpan uang ekstra untuk menghadapi situasi tidak terduga yang membutuhkan pengeluaran modal.
3. Motif pajak (*The Tax Motive*) untuk menghindari pengenaan pajak tambahan yang dirasa merugikan perusahaan, maka perusahaan lebih memilih memegang kas daripada membagikan dividen.
4. Motif keagenan (*The Agency Motive*) di mana manajer yang terampil mencoba untuk menahan kas daripada membayarkannya kepada pemilik/pemegang saham ketika perusahaan memiliki peluang investasi yang kecil dan menggunakan kas yang menganggur untuk keuntungan sendiri.

### **2.2.1 Teori Penahanan Dana**

#### **1. Agency Theory**

Teori keagenan mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*) sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Karena mereka dipilih, maka pihak manajemen

harus mempertanggungjawabkan semua pekerjaannya kepada pemegang saham (Jensen & Michael, 1986).

Teori ini mengungkapkan dua hipotesis pada kebijakan tingkat penahanan dana perusahaan, yang pertama adalah teori arus kas bebas dimana perusahaan menahan dana yang terlalu besar dan manajemen memilih menahan dana tersebut untuk kepentingan pribadi dibanding harus membayarkannya kepada pemegang saham dan untuk mendapatkan kemudahan dan fleksibilitas (Opler, Pinkowitz, Stulz, dan Williamson, 1999). Hipotesis kedua adalah teori pengurangan risiko dimana manajer perusahaan yang menghindari risiko akan meningkatkan penahanan dana mereka untuk mengurangi eksposur risiko.

Dalam suatu perusahaan, konflik kepentingan antara prinsipal dengan agen salah satunya dapat timbul karena adanya kelebihan aliran kas (*excess cash flow*). Kelebihan arus kas cenderung diinvestasikan dalam hal-hal yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan. Ini menyebabkan perbedaan kepentingan karena pemegang saham lebih menyukai investasi yang berisiko tinggi yang juga menghasilkan *return* tinggi, sementara manajemen lebih memilih investasi dengan risiko yang lebih rendah.

## 2. *Pecking Order Theory*

*Pecking Order Theory* mengemukakan adanya urutan sumber dana dalam pembuatan keputusan pembiayaan perusahaan. Berdasarkan teori ini, ketika membutuhkan dana untuk keperluan pembiayaan investasi perusahaan, perusahaan akan memilih untuk menggunakan pendanaan yang dinilai paling murah, yaitu pendanaan internal. Jika keperluan untuk investasi tidak bisa didapat

dari pendanaan internal, maka perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal dari utang sebagai sumber pendanaan kedua, dan ekuitas sebagai sumber pendanaan terakhir.

Myers dan Majluf (1984) menjelaskan hal tersebut bukan disebabkan karena perusahaan mempunyai target rasio utang yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan dana eksternal yang sedikit. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang rendah akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar karena dana internal perusahaan tidak mencukupi.

### 3. *Trade-off Theory*

Teori ini menyatakan bahwa tingkat kas optimal adalah dengan mempertimbangkan antara biaya dan manfaat penahanan dana. Biaya penahanan dana adalah *opportunity cost* dari modal yang di investasikan dalam aset likuid. Sedangkan manfaat dari penahanan dana yaitu mengurangi eksposur *financial distress*, memperlonggar kebijakan investasi, dan meminimumkan biaya untuk tambahan dana eksternal (*cost of debt*) atau melikuidasi aset (Ferreira & Vilela, 2004).

Terdapat dua *principal cost* yang terkait dengan penahanan dana yang bergantung pada perilaku dari manajer. Jika keputusan manajer sejalan dengan kepentingan pemegang saham, maka biaya yang ditimbulkan hanya *return* dari penahanan dana yang relatif kecil dibandingkan investasi lain dengan tingkat risiko yang setara. Jika manajer tidak memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan menggunakan penahanan dana untuk meningkatkan aset di bawah kendali mereka, maka biaya penahanan dana bertambah oleh adanya *agency cost* atas

*managerial discretion*. Berdasarkan *trade off theory* ini, titik optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan berada saat *marginal value of benefit* melebihi *marginal value of cost* dari tingkat penahanan dana tertentu.

## 2.3 Hubungan Antar Variabel

### 2.3.1 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Penahanan Dana

Menurut Yusuf dan Soraya (2004), ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan, ditunjukkan oleh *natural logaritma* dari total aset.

Islam (2012) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat penahanan dana perusahaan dengan menggunakan ukuran perusahaan sebagai salah satu variabel independen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Hasil tersebut mendukung hasil penelitian dari Ferreira dan Vilela (2004), Almeida *et al.* (2004), Bigelli dan Vidal (2009), Daher (2010), Subramaniam, Tang, Yue, dan Zhou (2011), Ogundipe *et al.* (2012), Gill dan Shah (2013), dan Tehrani dan Darabi (2014).

Berdasarkan *trade-off theory*, ukuran perusahaan mempunyai hubungan terbalik dengan tingkat penahanan dana. Hal ini dikarenakan perusahaan besar memiliki akses yang mudah dan murah ke pasar modal. Dengan demikian bertambahnya ukuran perusahaan akan memperkecil tingkat penahanan dana perusahaan tersebut (Daher, 2010).

Wang *et al.* (2014) juga melakukan penelitian mengenai pengaruh ukuran perusahaan terhadap penahanan laba. Hasil penelitiannya menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Hasil tersebut konsisten dengan penelitian Shah (2011), Anjum dan Malik (2013), dan Drobotz dan Gruninger (2006).

Signifikan positif menandakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi juga tingkat penahanan dana perusahaan. Hal tersebut disebabkan karena perusahaan yang besar cenderung memiliki kondisi yang lebih stabil. Kestabilan tersebut menarik investor untuk memiliki saham perusahaan tersebut. Kondisi tersebut menjadi penyebab atas naiknya harga saham perusahaan di pasar modal yang kemudian akan meningkatkan tingkat penahanan dana dalam perusahaan.

### **2.3.2 Pengaruh Laba Sebelum Bunga dan Pajak (EBIT) terhadap Penahanan Dana**

Laba sebelum bunga dan pajak adalah ukuran profitabilitas entitas yang tidak memasukan beban bunga dan pajak penghasilan. Bunga dan pajak dikecualikan karena mereka termasuk pengaruh faktor lain selain profitabilitas operasi. Laba sebelum bunga dan pajak (juga disebut laba operasi) menunjukkan kekuatan produktif suatu entitas dari operasi yang sedang berlangsung (Wild, Subramanyam & Hasley, 2005).

Ali dan Yousaf (2013) melakukan penelitian hubungan antara laba sebelum bunga dan pajak dengan penahanan dana. Dalam penelitian tersebut,

peneliti mendapatkan hasil bahwa laba sebelum bunga dan pajak berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana.

Hasil tersebut menandakan bahwa semakin tinggi laba sebelum bunga dan pajak maka semakin tinggi juga tingkat penahanan dana dalam suatu perusahaan. Hal tersebut disebabkan karena perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung melakukan penahanan dana yang tinggi juga.

### **2.3.3 Pengaruh *Capital Expenditure* terhadap Penahanan Dana**

*Capital expenditures* adalah pengeluaran yang meningkatkan kapasitas atau efisiensi aset atau yang memperpanjang masa manfaat (Horngren, Harrison & Bamber, 2006).

Ogundipe *et al.* (2012) melakukan penelitian hubungan antara *capital expenditure* dengan penahanan dana. Dalam penelitian tersebut, peneliti mendapatkan hasil bahwa *capital expenditure* berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan hasil penelitian Daher (2010), Ali dan Yousaf (2013), Arata, Sheng, dan Lora (2015).

Hasil penelitian tersebut menandakan bahwa semakin tinggi *capital expenditure* maka semakin tinggi juga tingkat penahanan dana. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan aset dan investasi pengeluaran modal yang tinggi cenderung memiliki ruang lingkup penjualan yang luas dan besar sehingga dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan, sehingga dampak akhirnya adalah peningkatan penahanan dana.

### 2.3.4 Pengaruh *Leverage* terhadap Penahanan Dana

*Leverage* adalah suatu tingkat kemampuan perusahaan dalam menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap (hutang dan atau saham) dalam rangka mewujudkan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik saham perusahaan (Riyanto, 2010).

Ozkan dan Ozkan (2002) melakukan penelitian hubungan antara *leverage* dengan penahanan dana. Dalam penelitian tersebut, peneliti mendapatkan hasil bahwa *leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Hasil tersebut konsisten dengan penelitian Ferreira dan Vilela (2004), Islam (2012), Subramaniam *et al.* (2011), Elkinawy dan Stater (2007), Daher (2010), dan Ali dan Yousaf (2013).

Signifikan negatif menandakan bahwa semakin tinggi *leverage* maka semakin rendah tingkat penahanan dana dalam perusahaan. Secara teoritis, semakin tinggi *leverage* menandakan perusahaan cenderung menggunakan dana eksternal untuk pembiayaan perusahaan sehingga menyebabkan turunnya penahanan dana.

Wang *et al.* (2014), Anjum dan Malik (2013), Gill dan Shah (2012), Ogundipe *et al.* (2012), dan Shah (2011) juga melakukan penelitian mengenai hubungan antara *leverage* dengan penahanan dana. Tetapi hasil dari penelitian-penelitian tersebut menemukan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan laba.

### 2.3.5 Pengaruh *Market-to-Book Ratio* Terhadap Penahanan Dana

*Market-to-book ratio* merupakan perbandingan antara nilai pasar saham di pasar modal dengan nilai buku saham di suatu perusahaan. Nilai pasar adalah nilai ekuitas yang dipandang oleh investor (Harahap, 2009).

Ali dan Yousaf (2013) melakukan penelitian hubungan antara *market-to-book ratio* dengan penahanan dana. Dalam penelitian tersebut, Ali dan Yousaf (2013) mendapatkan hasil bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Gill dan Shah (2012), Islam (2012), dan Tsai (2012).

Nilai *market-to-book ratio* perusahaan yang tinggi akan menarik minat para investor untuk berinvestasi. Maka apabila dihubungkan dengan penahanan dana, dengan banyaknya investor yang melakukan investasi perusahaan tidak perlu melakukan penahanan dana dalam jumlah yang terlalu banyak.

Akan tetapi, hasil penelitian Ali dan Yousaf (2013) tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ogundipe *et al.* (2012), Ferreira dan Vilela (2004), Ozkan dan Ozkan (2004). Menurut Ogundipe *et al.* (2012), tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *market-to-book ratio* dan penahanan dana. Sedangkan Ferreira dan Vilela (2004), Ozkan dan Ozkan (2004) mendapatkan hasil bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana.

### **2.3.6 Pengaruh Arus Kas Terhadap Penahanan Dana**

Arus kas perusahaan mencerminkan produktivitas operasi yang dilakukan oleh sebuah entitas bisnis, juga dapat digunakan untuk menilai perusahaan di dalam memenuhi ketersediaan dana dan likuiditasnya (Wang *et al.*, 2013).

Hasil penelitian Wang *et al.* (2013) mengenai hubungan arus kas dengan penahanan dana menunjukkan bahwa arus kas berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Hasil penelitian serupa juga dikemukakan oleh Gill dan Shah (2012), Islam (2012), Ogundipe *et al.* (2012), Tsai (2012), Subramaniam *et al.* (2011), Bates *et al.* (2009), Bigelli dan Vidal (2009), Ferreira dan Vilela (2004), Ozkan dan Ozkan (2004).

Arus kas merupakan jumlah kas yang keluar dan masuk perusahaan karena kegiatan operasional dari perusahaan. Kaitannya dengan penahanan dana adalah yang digunakan dalam kegiatan operasional perusahaan adalah kas, besar kecilnya kas yang dimiliki oleh perusahaan juga tergantung pada seberapa besar arus kas yang ada di perusahaan

### **2.3.7 Pengaruh Modal Kerja Bersih Terhadap Penahanan Dana**

Modal kerja bersih merupakan investasi perusahaan dalam bentuk uang tunai, surat berharga, piutang, dan persediaan dikurangi kewajiban lancar yang digunakan untuk membiayai aset lancar (Fred & Compeland, 2003).

Megginson dan Wei (2012) melakukan penelitian mengenai hubungan antara modal kerja bersih dengan penahanan dana. Dalam penelitian tersebut, Megginson dan Wei (2012) mendapatkan hasil bahwa modal kerja bersih

berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Hasil tersebut konsisten dengan penelitian Ferreira dan Vilela (2004), Afza dan Adnan (2007), Tsai (2012), Gill dan Shah (2012), Islam (2012), Elkinawy dan Stater (2007), dan Ogundipe *et al.* (2012).

Hubungan negatif modal kerja bersih dengan penahanan dana menandakan bahwa semakin tinggi modal kerja bersih suatu perusahaan maka semakin rendah tingkat penahanan dana di dalam perusahaan tersebut. Hal tersebut disebabkan karena modal kerja bersih menjadi bagian dari investasi dalam aset yang membutuhkan pembiayaan dari dana perusahaan.

### 2.3.8 Pengaruh *Return On Assets* (ROA) terhadap Penahanan Dana

*Return on assets* digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan total aset perusahaan.

*Return on assets* juga merupakan pembagian antara laba operasi dengan total aset perusahaan. Laba operasi menunjukkan kemampuan memperoleh laba dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan total aset menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan penjualan dari aset yang dimilikinya (Horne & Wachowicz, 2005).

Ogundipe *et al.* (2012) dan Mugumisi dan Mawanza (2014) melakukan penelitian hubungan antara *return on assets* dengan penahanan dana. Dalam penelitian tersebut, Ogundipe *et al.* (2012) dan Mugumisi dan Mawanza (2014) mendapatkan hasil bahwa *return on assets* berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Akan tetapi, hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan

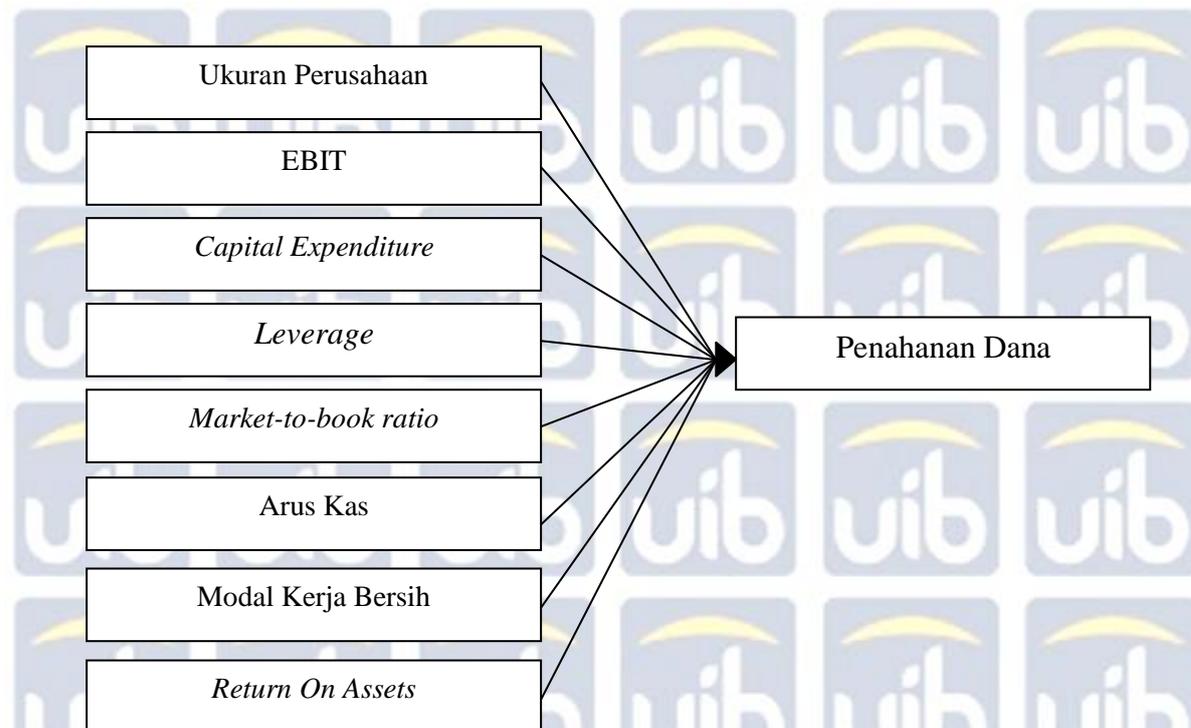
hasil penelitian yang dilakukan oleh Bashir (2014). Bashir (2014) menemukan bahwa *return on assets* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana.

Hasil tersebut menandakan bahwa semakin tinggi tingkat *return on assets* maka semakin tinggi juga tingkat penahanan dana perusahaan. Hal tersebut disebabkan karena *return on assets* yang tinggi mencerminkan profitabilitas perusahaan meningkat, sehingga dampak akhirnya adalah peningkatan penahanan dana.

#### 2.4 Model Penelitian

Model penelitian ini menggambarkan pengaruh faktor-faktor independen terhadap penahanan dana dengan sampel berupa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Model penelitian yang dipakai dalam penelitian ini merupakan replikasi dari jurnal utama yaitu model penelitian dari Ali dan Yousaf (2013) dan Ogundipe *et al.* (2012). Variabel independen yang digunakan adalah ukuran perusahaan, laba sebelum bunga dan pajak, *capital expenditure*, leverage, *market-to-book ratio*, arus kas, modal kerja bersih dan *return on assets* yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu penahanan dana. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut maka model penelitian yang akan dilakukan adalah sebagai berikut:



Gambar 6 Model penelitian faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sumber: Ali dan Yousaf (2013) dan Ogundipe *et al.* (2012).

## 2.5 Perumusan Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>1</sub> : Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana

H<sub>2</sub> : Laba sebelum bunga dan pajak berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana

H<sub>3</sub> : *Capital expenditures* berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana

H<sub>4</sub> : *Leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana

H<sub>5</sub> : *Market-to-Book ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana

H<sub>6</sub> : Arus kas berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana

H<sub>7</sub> : Modal kerja bersih berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana

H<sub>8</sub> : *Return on assets* berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana