

## **BAB II**

### **KERANGKA TEORETIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

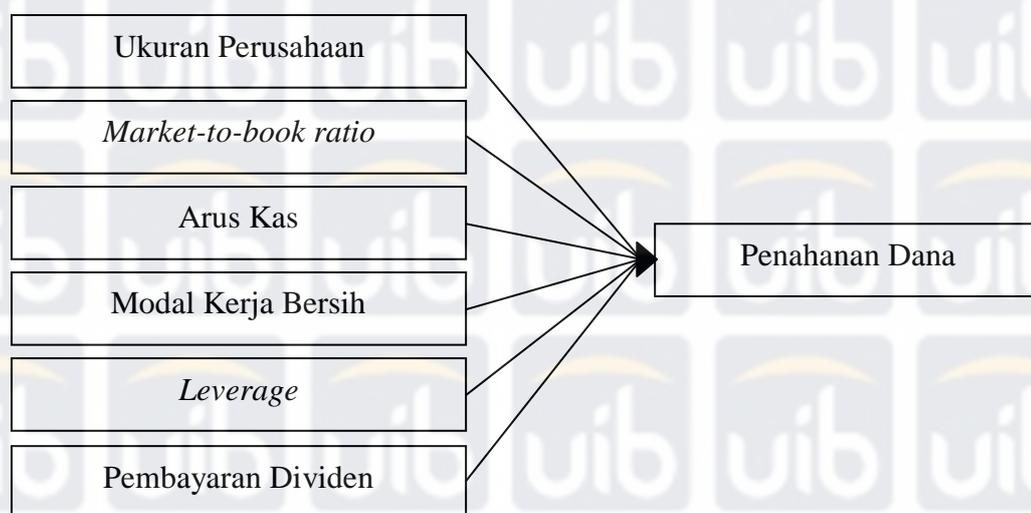
#### **2.1 Model Penelitian Terdahulu**

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji faktor-faktor yang dapat mempengaruhi tingkat penahanan dana pada perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Ozkan dan Ozkan (2004) bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana. Penelitian tersebut mengambil sampel 1.029 perusahaan di UK dalam periode 1984-1999. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah arus kas, likuiditas, *leverage*, hutang bank, *market-to-book ratio*, dan pembayaran dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Almeida, Campello, dan Weisbach (2004) bertujuan untuk mengetahui sensitivitas arus kas pada penahanan dana. Data penelitian tersebut terkumpul dengan menggunakan sampel dari perusahaan manufaktur dalam periode 1971-2000. Variabel independen yang digunakan di dalam penelitian ini yaitu rasio pembayaran dividen, ukuran perusahaan, *bonds rating*, *commo paper ratings*, dan *Kaplan-Zingales Index*.

Penelitian yang dilakukan oleh Ferreira dan Vilela (2004) yaitu untuk menginvestigasi faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana dengan menggunakan sampel 400 perusahaan dalam 12 *Economic and Monetary Union* (EMU) *countries* untuk periode tahun 1987-2000. Variabel pembagian dividen, *market-to-book ratio*, modal kerja bersih, *leverage*, ukuran perusahaan, *industry sigma*, arus kas, dan *debt maturity* merupakan variabel independen yang diukur di dalam penelitian tersebut.

Afza dan Adnan (2007) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan non-keuangan di Pakistan. Penelitian ini menggunakan 205 perusahaan non-keuangan untuk periode tahun 1998-2005. Variabel independen yang diukur yaitu ukuran perusahaan, *market-to-book ratio*, arus kas, modal kerja bersih, *leverage*, dan pembayaran dividen.



*Gambar 1* Model penelitian pengaruh ukuran perusahaan, *market-to-book ratio*, arus kas, modal kerja bersih, *leverage*, dan pembayaran dividen terhadap penahanan dana, sumber: Afza dan Adnan, 2007.

Shah (2011) meneliti tentang pengaruh *growth opportunities*, *financial distress*, volalitas arus kas, ukuran perusahaan, rasio pembayaran dividen, *leverage*, arus kas, *debt maturity*, *convertibility*, dan *cash conversion cycle* terhadap penahanan dana. Penelitian ini menggunakan sampel dari 380 perusahaan non-keuangan di Pakistan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi dalam periode 1996-2008.

Kim, Seo, dan Sohn (2011) melakukan penelitian mengenai pengaruh *leverage* terhadap penahanan dana. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan *small and medium sized* (SMEs) di Korea dari periode tahun 1980-2008. Variabel independen yang diukur didalam penelitian ini adalah *leverage*. Sedangkan hutang bank, arus kas, likuiditas, *growth opportunities*, ukuran perusahaan, dividen, variabilitas arus kas, kepemilikan manajerial, dan institusional kepemilikan merupakan variabel kontrol. Didalam penelitian ini dibagi menjadi 3 kondisi waktu, yaitu periode dari tahun 1980-2008, periode sebelum terjadinya krisis keuangan dari tahun 1980-1996, dan periode setelah terjadinya krisis keuangan pada tahun 1999-2008.

Nahandi, Kangarloe, dan Soleimani (2011) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana dengan menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Tehran dengan periode mulai dari tahun 2003-2009. Variabel independen yang diukur adalah ukuran perusahaan, *leverage*, *growth opportunities*, pertumbuhan penjualan, *liquid asset substitutes*, *capital expenditure*, arus kas, *information asymmetry*, *free float*, *outside directors*, dan dividen.

Kangarluei dan Anarjan (2011) meneliti tentang hubungan antara *cultural value* dengan penahanan dana. Sampel yang di gunakan adalah 84 perusahaan yang terdaftar di *Tehran Stock Exchange* (TSE) dalam periode mulai dari tahun 2003-2010. Variabel independen yang diukur yaitu *power distance index*, *uncertainty avoidance*, *individualism*, dan *masculinity*. Sedangkan variabel kontrolnya yaitu *leverage*, likuiditas, dan arus kas.

Penelitian yang dilakukan oleh Schoubben dan Hulle (2012) tentang pengaruh *market share* terhadap penahanan dana. Sampel yang digunakan di dalam penelitian tersebut adalah perusahaan Eropa dari tahun 1998-2008. Variabel *growth opportunities*, ukuran perusahaan, *leverage*, arus kas, *other liquid asset*, volalitas arus kas, dan *market share*.

Penelitian yang dilakukan oleh Islam (2012) yaitu untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan di Bangladesh pada tahun 2006-2010. Penelitian ini menggunakan sampel dari 54 perusahaan manufaktur yang terdaftar di *Dhaka Stock Exchange*. Variabel independen yang diukur dalam penelitian ini adalah aset lancar, arus kas, *volatility of cash flow*, hutang jangka pendek dan total hutang, *leverage*, aset tidak berwujud, *market-to-book ratio*, *tobin's q*, ukuran perusahaan, *tangibility of total asset*, dan modal kerja bersih.

Gill dan Shah (2012) melakukan penelitian pada perusahaan di Kanada yang terdaftar di Bursa Efek Toronto selama periode 2008-2010. Penelitian ini dilakukan untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana. *Market-to-book ratio*, arus kas, modal kerja bersih, *leverage*, ukuran perusahaan, pembayaran dividen, ukuran dewan, dualitas CEO, dan *industry dummy* merupakan variabel independen yang diukur.

Pastor dan Gama (2012) meneliti variabel peluang pertumbuhan, ukuran perusahaan, hubungan dengan lembaga keuangan, *financial distress*, *leverage*, *debt maturity structure*, arus kas, dan likuiditas sebagai variabel independennya terhadap variabel dependen yaitu penahanan dana. Tujuan dari penelitian ini

adalah untuk mengetahui faktor-faktor penahanan dana terhadap perusahaan manufaktur yaitu *small and medium size companies* (SMEs) di Portugis untuk periode tahun 2001-2007.

Ogundipe, Ogundipe, dan Ajao (2012) melakukan penelitian tentang hubungan penahanan dana dan karakteristik perusahaan. Penelitian yang dilakukan dengan menggunakan sampel 54 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Nigeria untuk periode tahun 1995-2010. Variabel independen yang diukur yaitu *market-to-book ratio*, ukuran perusahaan, arus kas, modal kerja bersih, *leverage*, tingkat pengembalian aset, dan investasi pada aset tetap.

Penelitian yang dilakukan oleh Tsai (2012) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Taiwan untuk menentukan hubungan antara tata kelola perusahaan dan penahanan dana dalam periode tahun 2005-2009. Variabel independen yang digunakan adalah ukuran perusahaan, modal kerja bersih, rasio pembayaran dividen, arus kas, *market-to-book ratio*, umur perusahaan, indeks tata kelola perusahaan, dan grup afiliasi.

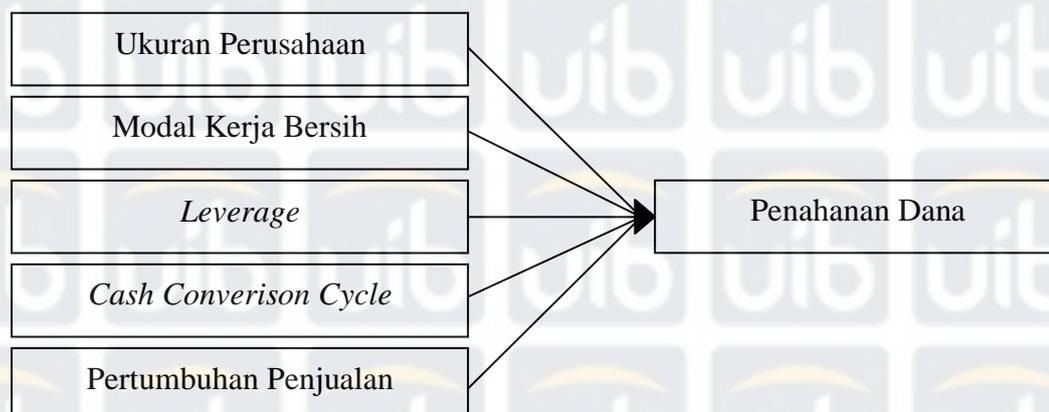
Ogundipe, Salawu, dan Ogundipe (2012) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan di Nigeria. *Market-to-book ratio*, ukuran perusahaan, arus kas, modal kerja bersih, *leverage*, tingkat pengembalian aset, persediaan, hutang, piutang, *financial distress*, dan *bank relationship* merupakan variabel independen yang diukur. Sampel yang digunakan adalah 54 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Nigeria mulai dari periode tahun 1995-2009.

Penelitian yang dilakukan oleh Alles, Lian, dan Yan (2012) bertujuan untuk menganalisis faktor yang menentukan target penahanan dana pada perusahaan yang terdaftar di Cina pada periode tahun 1998-2009. *Investment opportunities*, ukuran perusahaan, arus kas, *leverage*, pembayaran dividen, *sales volatility*, kepemilikan manajerial, konsentrasi kepemilikan sebagai variabel independen sedangkan *liquid asset substitute*, rasio aset berwujud, dan *capital expenditure* sebagai variabel kontrol.

Stone dan Gup (2013) melakukan penelitian dengan tujuan untuk mengetahui hubungan antara penahanan dana terhadap perputaran bisnis di perusahaan. Variabel-variabel yang diteliti adalah *market-to-book ratio*, arus kas, modal kerja bersih, *capital expenditure*, *leverage*, *R&D to sales*, pembayaran dividen, ukuran perusahaan, *cash flow riskness*, perolehan aset, dan *investment dummy*.

Bigelli dan Vidal (2009) meneliti mengenai penahanan dana pada perusahaan pribadi di Italia pada periode 1996-2005. Dalam penelitian tersebut meneliti ukuran perusahaan, arus kas, *effective tax rate*, *growth opportunities*, *financing deficit*, pembayaran dividen, dan *cash conversion cycle*.

Anjum dan Malik (2013) meneliti tentang pengaruh ukuran perusahaan, modal kerja bersih, *leverage*, *cash conversion cycle*, dan pertumbuhan penjualan terhadap penahanan dana. Penelitian ini dilakukan terhadap 395 perusahaan di Pakistan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi pada periode tahun 2005-2011.

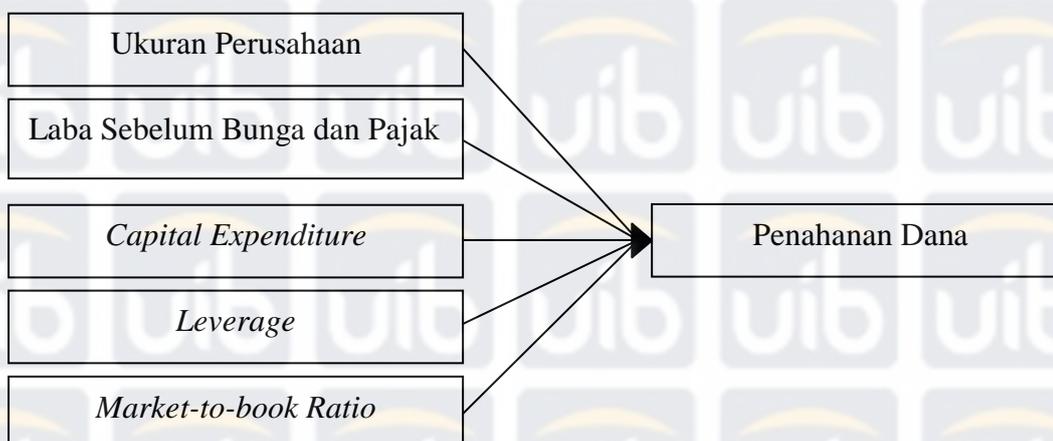


Gambar 2 Model penelitian pengaruh ukuran perusahaan, modal kerja bersih, *leverage*, *cash conversion cycle*, dan pertumbuhan penjualan terhadap penahanan dana, sumber: Anjum dan Malik, 2013.

Penelitian yang dilakukan oleh Wang, Ji, Chen, dan Song (2014) yaitu untuk mengetahui efek dari kondisi laporan keuangan perusahaan, sistem pemerintahan, struktur modal, *external financing cost* terhadap penahanan dana. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Cina selama periode 1998-2009. Variabel independen yang diukur adalah *consumer price index*, perputaran operasional, perputaran persediaan, dan pengembalian piutang. Variabel kontrol yang digunakan adalah arus kas, ukuran perusahaan, *tobin's q*, resiko (nilai beta), perubahan modal kerja bersih, perubahan hutang lancar, dan *industry dummy*.

Ali dan Yousaf (2013) melakukan penelitian untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan di Jerman yang berbeda ukuran perusahaan dan industri dengan menggunakan sampel sebanyak 876 perusahaan selama periode 2000-2010. Ukuran perusahaan, laba sebelum

bunga dan pajak, *capital expenditure*, *leverage*, dan *market-to-book ratio* merupakan variabel independen yang digunakan di dalam penelitian.



*Gambar 3* Model penelitian pengaruh ukuran perusahaan, laba sebelum bunga dan pajak, *capital expenditure*, *leverage*, dan *market-to-book ratio* terhadap penahanan dana, sumber: Ali dan Yousaf, 2013.

Hannan dan Asghar (2013) meneliti tentang pengaruh tata kelola perusahaan terhadap penahanan dana di Pakistan. Sampel yang diambil dari 22 perusahaan non-keuangan di Pakistan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi dalam periode 2005-2010. Variabel independen yang digunakan di dalam penelitian ini adalah arus kas, *leverage*, *market-to-book ratio*, ukuran perusahaan, variabilitas, saham yang dimiliki oleh direktur perusahaan, direktur eksekutif, bukan direktur eksekutif, dan rasio non-eksekutif.

Penelitian selanjutnya menguji dampak *macroeconomic* terhadap penahanan dana yang diteliti oleh Abushammala dan Sulaiman (2014). Penelitian tersebut menggunakan data sebanyak 65 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Amman selama 12 tahun mulai pada tahun 2000 sampai dengan

2011. Variabel independen yang diukur yaitu *gross domestic production*, inflasi, *budget deficit*, *credit spread*, dan surplus.

Bashir (2014) meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana dengan menggunakan data panel perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi. Penelitian tersebut menggunakan sampel sebanyak 50 perusahaan dari tahun 2010 sampai dengan 2013. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut yaitu *growth opportunities*, ukuran perusahaan, modal kerja bersih, *leverage*, tingkat pengembalian aset, investasi, persediaan, hutang, piutang, *financial distress*, dan rasio bank.

Kariuki, Namusonge, dan Orwa (2015) melakukan penelitian untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan privasi manufaktur di Kenya. *Growth opportunities*, *leverage*, ukuran perusahaan, *financial distress*, dan variabilitas arus kas merupakan variabel independen yang digunakan di dalam penelitian.

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

Arata, Sheng, dan Lora (2015) melakukan penelitian faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan non-keuangan di Brazil dan Mexico dari tahun 2006-2010. Penelitian ini menggunakan variabel *cash ratio*, *degree of internationalization*, ukuran perusahaan, *leverage*, pertumbuhan

penjualan, dividen dummy, modal kerja bersih, *variability of cash flow*, dan *capital expenditure*.

## 2.2 Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah penahanan dana. Gill dan Shah (2012) mendefinisikan penahanan dana sebagai kas di tangan atau tersedianya kas untuk diinvestasikan pada aset fisik dan untuk dibagikan kepada investor. Kas merupakan aset yang paling likuid dan dapat digunakan dengan segera untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan dan memenuhi kewajiban finansial perusahaan. Penentuan tingkat penahanan dana suatu perusahaan merupakan salah satu keputusan keuangan penting yang harus diambil oleh manajer keuangan. Hal ini dikarenakan apabila penahanan dana perusahaan sedikit, maka akan mengakibatkan perusahaan kesulitan untuk mencukupi kebutuhan dan kewajiban jangka pendeknya. Disisi lain, penahanan kas terlalu banyak juga akan menimbulkan kerugian bagi perusahaan karena perusahaan tidak bisa mencapai tingkat profitabilitas yang optimal, yaitu keuntungan yang seharusnya bisa diperoleh oleh perusahaan dengan memanfaatkan kas tersebut. Oleh karena itu, ketersediaan jumlah kas harus optimal bagi perusahaan, sehingga bisa memberikan keuntungan kepada perusahaan.

Manfaat memegang saldo kas ada 3 motif yaitu motif transaksi, motif berjaga-jaga, dan motif spekulatif (Isshaq & Bokpin, 2009). Motif yang pertama adalah motif transaksi yaitu berkaitan dengan kegiatan operasional perusahaan,

seperti: pembelian barang dagang dan pembayaran hutang. Motif yang kedua adalah motif berjaga-jaga yaitu perusahaan menjaga likuiditas untuk menghadapi situasi yang tidak bisa diprediksi. Motif yang ketiga adalah motif spekulasi yaitu perusahaan menggunakan kas yang dimilikinya untuk setiap pembelian murah yang mungkin timbul sehingga bisa mendapatkan keuntungan (Besley & Brigham, 2005).

Secara umum, dalam menjelaskan penahanan dana menggunakan tiga teori, yaitu *trade-off theory*, *pecking order theory*, dan *agency theory*. Teori yang pertama yaitu *trade-off theory* menyatakan bahwa terdapat dua konsep dalam penahanan dana yaitu biaya memegang kas dan manfaat yang didapatkan dari memegang kas dalam jumlah yang optimal. Biaya memegang kas yang harus dikeluarkan perusahaan adalah *opportunity cost* dari modal yang diinvestasikan dalam aset lancar dengan *return* yang kecil. Manfaat memegang kas yaitu mengurangi terjadinya *financial distress*, memungkinkan terpenuhinya kebijakan investasi, dan meminimalkan biaya untuk pendanaan eksternal atau melikuidasi aset (Ferreira & Vilela, 2004).

Teori yang kedua yaitu *pecking order theory* menjelaskan bahwa pembiayaan pada dasarnya berasal dari 3 sumber. Sumber yang pertama berasal dari laba yang ditahan yaitu ketika laba yang ditahan cukup untuk mendanai investasi, maka perusahaan akan menggunakan akumulasi penahanan dana. Apabila pendanaan internal ini tidak mencukupi untuk mendanai kegiatan investasi perusahaan maka akan dilanjutkan untuk alternatif kedua yaitu hutang. Ketika jumlah hutang sudah berlebihan, maka perusahaan akan melanjutkan ke

alternatif yang terakhir yaitu dengan mengeluarkan ekuitas (Myers & Majluf, 1984).

Teori yang ketiga yaitu *agency theory*, 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, 1976).

Menurut Daher (2010), *agency theory* adalah untuk menghubungkan tingkat kas suatu perusahaan dengan bagian manajerial, dimana manajer perusahaan dengan peluang investasi yang rendah cenderung untuk menahan kas daripada membayarkannya kepada para pemegang saham. Dengan kondisi yang seperti ini maka akan memicu timbulnya konflik keagenan dimana manajer dapat menggunakan kas untuk kepentingan pribadinya dan mengorbankan kepentingan para pemegang saham.

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.

## 2.3 Pengaruh Variabel Independen terhadap Variabel Dependen

### 2.3.1 Pengaruh *Market-to-book Ratio* terhadap Penahanan Dana

*Market-to-book ratio* adalah perbandingan atau rasio antara nilai pasar dengan nilai buku. Jensen (1986) menggunakan *market-to-book ratio* sebagai proksi kesempatan berinvestasi yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan mempunyai kas yang lebih tinggi. Myers dan Majluf (1984) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan berinvestasi yang lebih besar cenderung mengakumulasi kas yang lebih banyak untuk menghindari biaya yang akan dikeluarkan untuk memperoleh dana dari pihak eksternal.

Islam (2012) melakukan penelitian untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan di Bangladesh pada tahun 2006-2010. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Ozkan dan Ozkan (2004), Afza dan Adnan (2007), Gill dan Shah (2012), Tsai (2012), Stone dan Gup (2013), Chen, Harford, dan Lin (2013) serta Gao dan Grinstein (2014) yang menemukan bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana.

Hal tersebut menandakan bahwa perusahaan yang memiliki *market-to-book ratio* yang tinggi akan menarik minat para investor untuk berinvestasi. Maka dengan banyaknya investor yang melakukan investasi, sehingga perusahaan tidak perlu melakukan penahanan dana dalam jumlah yang terlalu banyak.

Ferreira dan Vilela (2004) mengungkapkan pada penelitiannya bahwa *market-to-book ratio* memiliki hubungan signifikan positif terhadap penahanan dana. Ali dan Yousaf (2013) melakukan penelitian untuk menentukan penahanan dana pada perusahaan di Jerman yang berbeda ukuran perusahaan dan industri. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Salawu *et al.* (2012) juga turut melakukan penelitian yakni adanya pengaruh signifikan positif antara *market-to-book ratio* terhadap penahanan dana.

Hal tersebut menandakan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi akan menghadapi biaya bangkrut yang tinggi, oleh karena itu semakin besar kesempatan pertumbuhan perusahaan akan diikuti dengan tingkat penahanan dana yang tinggi.

Ogundipe *et al.* (2012) melakukan penelitian tentang hubungan penahanan dana dan karakteristik perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh tidak signifikan negatif terhadap penahanan dana. Penelitian juga dilakukan oleh Hannan dan Asghar (2013) dengan hasil penelitian berpengaruh tidak signifikan antara pengaruh *market-to-book ratio* terhadap penahanan dana.

### **2.3.2 Pengaruh Arus Kas terhadap Penahanan Dana**

Definisi arus kas menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2002) yaitu arus keluar dan masuknya kas dalam perusahaan. Arus kas merupakan suatu laporan yang memberikan informasi yang relevan tentang penerimaan dan pengeluaran kas suatu perusahaan pada periode tertentu.

Islam (2012) melakukan penelitian untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan di Bangladesh pada tahun 2006-2010. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa arus kas berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Penelitian juga dilakukan oleh Pastor dan Gama (2013) mengenai faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan *small and medium sized* di Portugis. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa arus kas berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ozkan dan Ozkan (2004), Ogundipe *et al.* (2012), Hannan dan Asghar (2013), Gao dan Grinstein (2014), Shah (2011), Salawu *et al.* (2012), Wang *et al.* (2014), Gill dan Shah (2012), Afza dan Adnan (2007), Bigelli dan Vidal (2009), Schoubben dan Hulle (2012), Alles *et al.* (2012), serta Stone dan Gup (2013).

Hal ini membuktikan bahwa semakin tinggi arus kas maka penahanan dana perusahaan juga semakin tinggi. Arus kas yang tinggi menunjukkan bahwa kegiatan operasional perusahaan tinggi, sehingga perusahaan akan memegang kas dalam jumlah yang besar untuk berjaga-jaga adanya biaya tambahan operasional.

Kangarluei dan Anarjan (2011) melakukan penelitian tentang pengaruh arus kas terhadap penahanan dana. Hasil penelitiannya yaitu arus kas berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Penelitian juga dilakukan oleh Daher (2010) dengan hasil penelitian berpengaruh signifikan negatif antara pengaruh arus kas terhadap penahanan dana.

Arus kas merupakan sumber dana siap pakai yang menunjukkan substitusi aset likuid yang dapat berfungsi sebagai pengganti kas. Dalam hal ini

perusahaan dengan arus kas yang lebih tinggi diperkirakan memiliki kas yang rendah (Mugumisi & Mawanza, 2014). Perusahaan akan cenderung memiliki arus kas yang tinggi ketika menghadapi *financial distress* untuk menghindari risiko kehilangan kesempatan investasi.

### 2.3.3 Pengaruh Modal Kerja Bersih terhadap Penahanan Dana

Pada dasarnya modal kerja bersih (*net working capital*) adalah pengganti uang tunai. Ketika diperlukan bisa dengan cepat dilikuidasi untuk pendanaan (Ferreira & Filela, 2004). Ozkan dan Ozkan (2004) berpendapat bahwa biaya untuk mengkonversi aset lancar non-kas menjadi kas lebih murah dibandingkan dengan aset-aset lainnya.

Penelitian yang dilakukan oleh Islam (2012) di Bangladesh menunjukkan bahwa modal kerja bersih berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Afza dan Adnan (2007), Ogundipe *et al.* (2012), Gill dan Shah (2012), Tsai (2012), Stone dan Gup (2013), Chen *et al.* (2013), Gao dan Grinstein (2014), Daher (2010), Salawu *et al.* (2012), Ferreira dan Vilela (2004), serta Wang *et al.* (2014) juga melakukan penelitian yang sejenis dan menemukan bahwa modal kerja bersih berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana.

Hal ini berarti modal kerja bersih pada dasarnya merupakan pengganti uang tunai. Pada saat dibutuhkan, maka dengan cepat bisa dilikuidasi untuk pendanaan. Akibatnya, perusahaan dengan modal kerja bersih yang banyak cenderung memegang kas dalam jumlah yang sedikit.

Anjum dan Malik (2013) melakukan penelitian pada perusahaan di Pakistan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi. Hasil dari penelitian yang

dilakukan menunjukkan bahwa modal kerja bersih berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Hal ini dikarenakan semakin tinggi modal kerja bersih yang digunakan perusahaan, maka penahanan dana perusahaan cenderung tinggi.

#### **2.3.4 Pengaruh *Leverage* terhadap Penahanan Dana**

*Leverage* merupakan kemampuan perusahaan membayar hutang jangka panjang. Pengertian *leverage* menurut Ogundipe *et al.* (2012) yaitu sebagai alat untuk mengukur seberapa perusahaan tergantung pada kreditur dalam membiayai aset perusahaan. Kegunaan dari *leverage* adalah untuk mengetahui rata-rata nilai pengembalian hutang aset.

Ogundipe *et al.* (2012) melakukan penelitian terhadap penahanan dana dengan menggunakan *leverage* sebagai salah satu variabel independen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Penelitian yang sama juga dilakukan oleh Stone dan Gup (2013), Ozkan dan Ozkan (2003), Chen *et al.* (2013) dengan hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Hasil yang sama juga ditunjukkan dari hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Gao dan Grinstein (2014), Hannan dan Asghar (2013), Shah (2011), Gill dan Shah (2012), Schoubben dan Hulle (2012), Nahandi *et al.* (2011), Chiang dan Wang (2011), serta Salawu *et al.* (2012) yaitu *leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana.

Hal ini berarti perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang tinggi akan meningkatkan kas yang akan ditahan. *Leverage* meningkat berarti masih

banyaknya aset yang terhutang sehingga perusahaan akan menahan kas lebih banyak untuk berjaga-jaga akan ditagihnya hutang aset tersebut.

Anjum dan Malik (2013) melakukan penelitian pada perusahaan di Pakistan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi. Hasil dari penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Penelitian yang dilakukan oleh Islam (2012) juga menunjukkan hal yang sama, yaitu *leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Ferreira dan Vilela (2004), Afza dan Adnan (2007), Pastor dan Gama (2013), Ali dan Yousaf (2012), Kangarluei dan Anarjan (2011), serta Alles *et al.* (2012) juga melakukan penelitian yang hasilnya menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana.

Hal ini berarti semakin tingginya hutang, maka akan mengurangi kepemilikan kas. Perusahaan akan menggunakan kas tersebut untuk membayar hutang-hutang perusahaan sehingga nilai kas yang dimiliki kecil.

### **2.3.5 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Penahanan Dana**

Ukuran perusahaan yaitu menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari total aktiva, jumlah penjualan, dan rata-rata penjualan.

Anjum dan Malik (2013) melakukan penelitian terhadap penahanan dana dengan menggunakan ukuran perusahaan sebagai salah satu variabel independen. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Islam (2012), Chen *et al.* (2013), Gao

dan Grinstein (2014), Shah (2011), Gill dan Shah (2012), Pastor dan Gama (2013), Ali dan Yousaf (2013), Tsai (2012), Stone dan Gup (2013), Daher (2010), Schoubben dan Hulle (2012), Kim *et al.* (2011), Chiang dan Wang (2011), Hannan dan Asghar (2013), Ferreira dan Vilela (2004), serta Bigelli dan Vidal (2009) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana.

Hal tersebut menandakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan cenderung menggunakan penahanan dana yang rendah. Menurut Daher (2010), semakin besar perusahaan maka akan memiliki akses yang mudah dipasar modal sehingga penahanan dana pada suatu perusahaan yang besar akan lebih rendah. Sedangkan perusahaan yang kecil cenderung memegang kas dalam jumlah yang lebih besar karena untuk menghindari peluang investasi yang tidak bisa diambil karena keterbatasan pendanaan.

Alles *et al.* (2012) dan Mugumusi dan Mwanza (2014) di dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Penelitian yang sama juga dilakukan oleh Afza dan Adnan (2007) dan Almeida *et al.* (2004) yaitu adanya pengaruh signifikan positif antara ukuran perusahaan dengan penahanan dana.

Hal ini menandakan bahwa perusahaan yang besar memiliki aliran kas operasional yang tinggi, sehingga perusahaan tersebut akan meningkatkan penahanan dana.

Ogundipe *et al.* (2012) melakukan penelitian yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan positif

terhadap penahanan dana. Nahandi *et al.* (2011) menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap penahanan dana.

### **2.3.6 Pengaruh Dividen terhadap Penahanan Dana**

Dividen adalah pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan. Pengertian dividen menurut Besley dan Brigham (2005) yaitu pembagian uang tunai yang dilakukan untuk pemegang saham dari laba perusahaan.

Alles *et al.* (2012) melakukan penelitian yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pembayaran dividen berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Hasil yang sama juga ditunjukkan dari penelitian yang dilakukan oleh Afza dan Adnan (2007), Ferreira dan Vilela (2004), serta Chiang dan Wang (2011) bahwa pembayaran dividen berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana.

Peneliti menemukan bahwa perusahaan yang membayar dividen akan memiliki tingkat kas yang lebih sedikit daripada perusahaan yang tidak membayar dividen. Perusahaan yang membayar dividen mendapatkan biaya yang rendah dalam mengumpulkan dana dengan cara mengurangi pembayaran dividen. Berbeda dengan perusahaan yang tidak membayar dividen, perusahaan harus menggunakan pasar modal untuk menggalang dana. Dengan demikian, diharapkan perusahaan yang membayar dividen memegang kas lebih kecil dari perusahaan yang tidak membayar dividen (Ferreira & Vilela, 2004).

Tsai (2012) di dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa pembayaran dividen berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Stone dan Gup (2013), Chen

*et al.* (2013), Gao dan Grinstein (2014), Nahandi *et al.* (2011), Almeida *et al.* (2004), Bigelli dan Vidal (2009), Ozkan dan Ozkan (2004), dan Kim *et al.* (2011) dengan hasil penelitiannya yaitu berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana.

Hal ini dikarenakan perusahaan yang membayar dividen akan memiliki penahanan dana yang lebih banyak untuk menghindari situasi kekurangan kas saat membayar dividen.

Gill dan Shah (2012) pada penelitiannya mengungkapkan bahwa pembayaran dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap penahanan dana. Penelitian yang dilakukan oleh Ozkan dan Ozkan (2003) menyatakan bahwa pembayaran dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap penahanan dana.

### **2.3.7 Pengaruh Ukuran Direksi terhadap Penahanan Dana**

Ukuran direksi adalah jumlah direktur pada suatu perusahaan (Gill & Shah, 2012). Dewan direksi bertanggung jawab untuk merumuskan manajemen kas, tata kelola perusahaan, dan seluruh kebijakan lain dalam organisasi. Menurut Yermack (1996), perusahaan dengan dewan direksi yang sedikit lebih efektif dalam proses pengambilan keputusan daripada dewan direksi yang lebih banyak.

Gill dan Shah (2012) melakukan penelitian tentang pengaruh ukuran direksi terhadap penahanan dana. Hasil dari penelitiannya yaitu berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Penelitian juga dilakukan oleh Kusnadi (2011) yaitu ukuran direksi berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana.

Hal ini dikarenakan semakin banyak jumlah direksi pada suatu perusahaan maka penahanan dana pada perusahaan akan semakin tinggi. Semakin tinggi saldo kas dapat menyebabkan masalah agensi karena dewan direksi tidak bekerja untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Gill & Shah, 2012). Dalam hal ini dewan direksi melakukan *short term investment* untuk mendapatkan kas yang lebih besar. Hal tersebut dikarenakan dewan direksi menginginkan profit yang tinggi agar mendapatkan bonus yang besar.

Penelitian dilakukan oleh Drobetz dan Gruninger (2007) pada perusahaan di Switzerland. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ukuran direksi tidak berpengaruh signifikan terhadap penahanan dana.

### **2.3.8 Pengaruh Laba Sebelum Bunga dan Pajak terhadap Penahanan Dana**

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

Ali dan Yousaf (2013) melakukan penelitian tentang pengaruh laba sebelum bunga dan pajak terhadap penahanan dana. Hasil dari penelitiannya yaitu berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana.

Hal ini berarti jika laba sebelum bunga dan pajak perusahaan tinggi, maka perusahaan menahan kas dalam jumlah yang besar.

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

*Capital expenditure* menurut Opler, Pinkowitz, Stulz, dan Williamson (1999) yaitu kesempatan bertumbuh yang dihadapi perusahaan diwaktu yang akan mendatang merupakan suatu prospek yang baik yang dapat mendatangkan laba bagi perusahaan. Kesempatan bertumbuh tersebut hanya dapat direalisasi oleh perusahaan melalui kegiatan investasi. Kegiatan investasi tersebut akan memerlukan biaya yang relatif besar, sehingga dapat berdampak langsung pada penahanan dana perusahaan.

Ali dan Yousaf (2013) dan Alles *et al.* (2012) melakukan penelitian tentang pengaruh *capital expenditure* terhadap penahanan dana. Hasil dari penelitiannya adalah berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana.

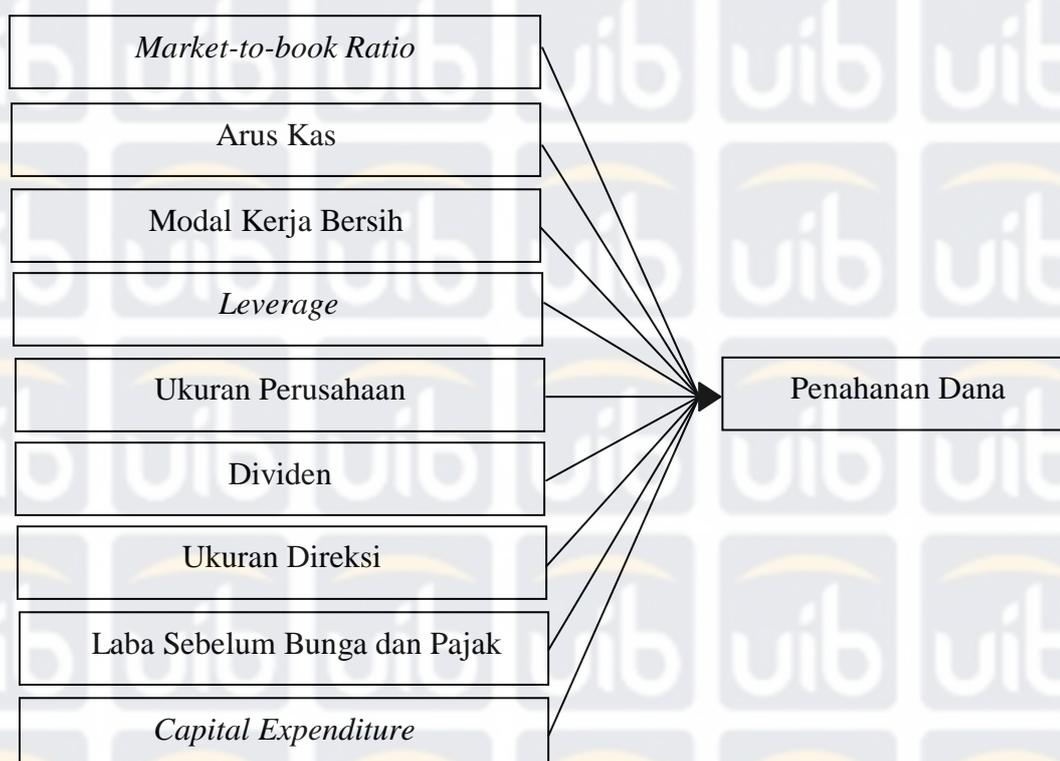
Hal ini menandakan bahwa perusahaan yang memiliki *capital expenditure* yang tinggi akan memegang banyak kas ketika memiliki kesempatan bertumbuh atau berinvestasi. Perusahaan yang memiliki *capital expenditure* yang tinggi maka akan menahan kas untuk melakukan pembelian aset.

Penelitian yang dilakukan oleh Stone dan Gup (2013) menyatakan bahwa *capital expenditure* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana. Hasil yang sama juga ditunjukkan dari penelitian yang dilakukan oleh Gao dan Grinstein (2014) dan Chen *et al.* (2013) bahwa pembayaran *capital expenditure* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana.

Nahandi *et al.* (2011) melakukan penelitian tentang pengaruh *capital expenditure* terhadap penahanan dana. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *capital expenditure* berpengaruh tidak signifikan terhadap penahanan dana.

## 2.4 Model Penelitian

Model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagian penelitian yang dilakukan oleh Gill dan Shah (2012) dimana variabel dependen merupakan penahanan dana. Variabel independen yang digunakan yaitu *market-to-book ratio*, modal kerja bersih, *leverage*, ukuran perusahaan, dividen, dan ukuran direksi. Dan ditambahkan variabel laba sebelum bunga dan pajak dan *capital expenditure* dari penelitian Ali dan Yousaf (2013). Model penelitian yang digunakan oleh peneliti adalah sebagai berikut:



Gambar 4 Model penelitian pengaruh *market-to-book ratio*, arus kas, modal kerja bersih, *leverage*, ukuran perusahaan, dividen, ukuran direksi, laba sebelum bunga dan pajak, dan *capital expenditure* terhadap penahanan dana. Sumber: Gill dan Shah (2012), Ali dan Yousaf (2013).

## 2.5 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan uraian dan kerangka model di atas maka hipotesis untuk penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: *Market-to-book ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana.

H<sub>2</sub>: Arus kas berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana.

H<sub>3</sub>: Modal kerja bersih berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana.

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

H<sub>5</sub>: Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana.

H<sub>6</sub>: Dividen berpengaruh signifikan negatif terhadap penahanan dana.

H<sub>7</sub>: Ukuran direksi berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana.

H<sub>8</sub>: Laba sebelum bunga dan pajak berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana.

H<sub>9</sub>: *Capital expenditure* berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana.