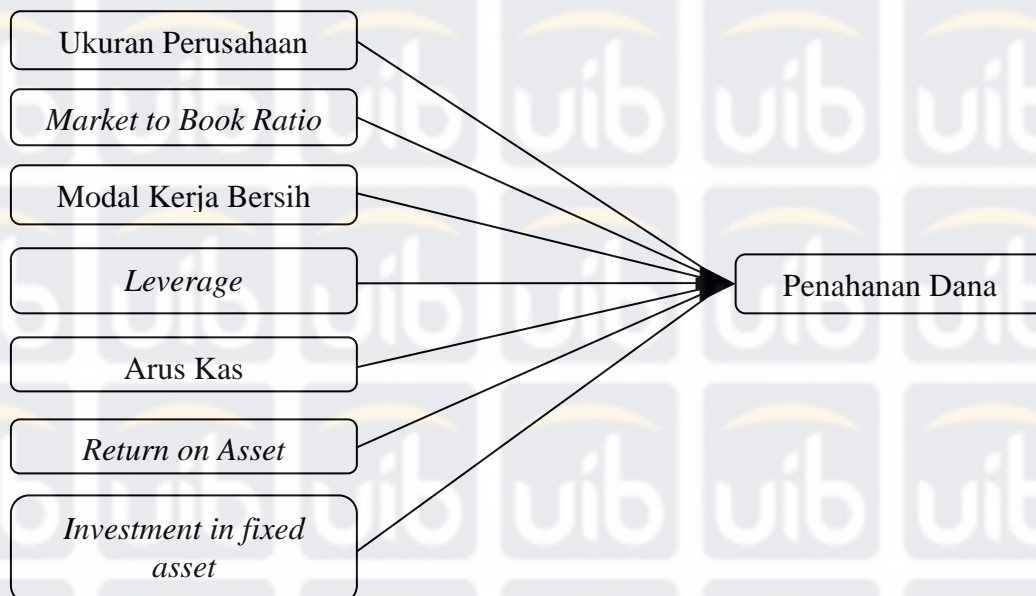


BAB II KERANGKA TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

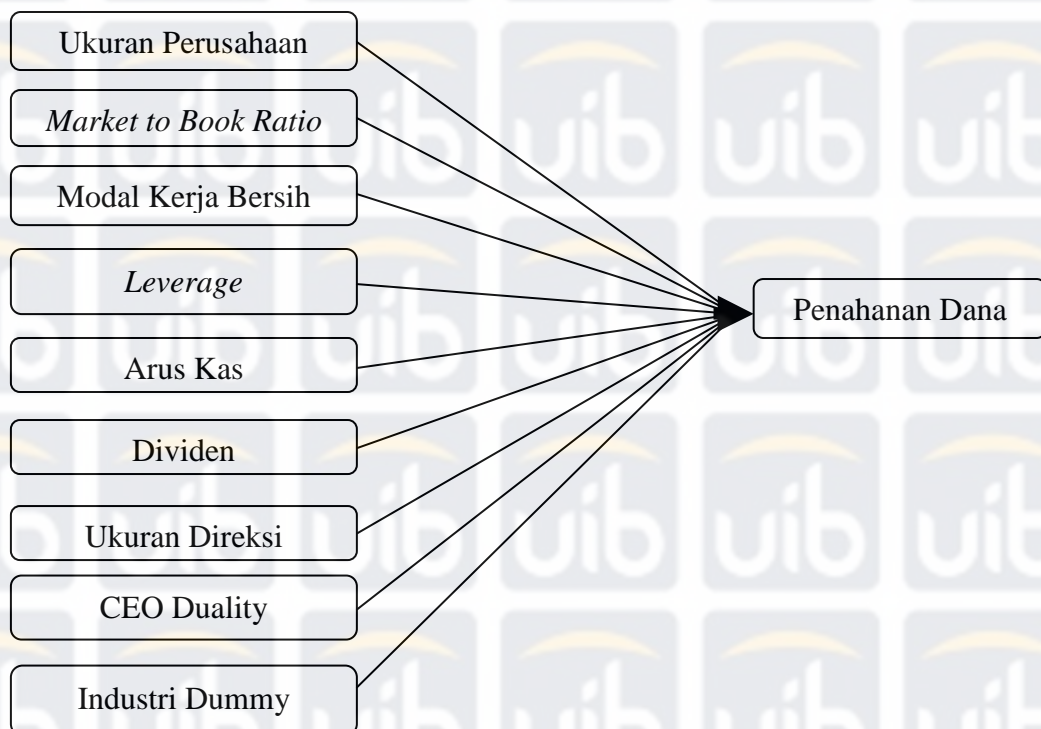
2.1 Model Penelitian Terdahulu

Sudah banyak penelitian yang dilakukan mengenai penahanan dana sebelumnya. Ogundipe, Ogundipe, dan Ajao (2012) melakukan penelitian dengan judul “*Cash Holding and Firm Characteristics: Evidence from Nigerian Emerging Market*” pada 54 perusahaan di Nigeria yang terdaftar di *Nigerian Stock Exchange* antara 1995-2010. Hasil yang diperoleh menunjukkan terdapat hubungan positif antara penahanan dana dengan arus kas, *leverage*, *return on assets*, dan *investment in fixed assets*. Modal kerja bersih dengan penahanan dana memiliki hubungan yang negatif. Kemudian, tidak ada hubungan yang signifikan antara peluang pertumbuhan dan ukuran perusahaan terhadap penahanan dana.



Gambar 1 Model penahanan dana dan karakteristik perusahaan, sumber: Ogundipe *et al.* (2012).

Gill dan Shah (2011) melakukan penelitian menggunakan sampel 166 perusahaan yang terdaftar pada *Toronto Stock Exchange* di Kanada periode 2008-2010. Penelitian tersebut menunjukkan *market to book ratio*, modal kerja bersih, ukuran direksi berpengaruh signifikan positif terhadap penahanan dana. Terdapat hubungan signifikan negatif antara ukuran perusahaan dengan penahanan dana dan adanya hubungan yang tidak signifikan antara arus kas, *leverage*, *dividend payment*, dan *CEO duality* terhadap penahanan dana.



Gambar 2 Model faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana perusahaan, sumber: Gill dan Shah (2012).

Anjum dan Malik pada tahun 2013 yang meneliti tentang faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan non-keuangan di Pakistan. Penelitian tersebut menggunakan lima variabel yang diduga dapat mempengaruhi

penahanan dana, yaitu ukuran perusahaan, *leverage*, modal kerja bersih, *cash conversion cycle*, dan pertumbuhan penjualan. Penelitian tersebut memberikan hasil yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara variabel independen dengan penahanan dana kecuali pertumbuhan penjualan.

Ferreira dan Vilela (2004) meneliti faktor-faktor penentu penahanan dana menggunakan sampel dari 400 perusahaan di 12 negara EMU termasuk Jerman, Austria, Perancis, Yunani, Italia, Belanda, Portugal, Spanyol, Belgia, Irlandia, Finlandia dan Luxemburg untuk periode 1987-2000. Hasil menunjukkan bahwa penahanan dana positif dipengaruhi oleh *investment opportunity set* dan arus kas perusahaan. Sementara, *assets liquidity*, *leverage*, ukuran perusahaan dan *bank debt* berpengaruh negatif terhadap penahanan dana.

Bigelli dan Vidal (2009) meneliti mengenai penahanan dana pada perusahaan pribadi di Italia pada periode 1996-2005. Dalam penelitian tersebut terdapat hubungan signifikan yang positif antara penahanan dana dengan arus kas, pertumbuhan penjualan, *cash conversion cycle*, *financing deficit*, dan *dividend payment*. Untuk *effective tax rate* dan *firm size* memiliki hubungan negatif dengan penahanan dana.

Arata, Sheng, dan Lora (2015) melakukan penelitian dengan judul “*Internationalization and Corporate Cash Holdings: Evidence from Brazil and Mexico*” 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*.

Harford, Mansib, dan Maxwell (2005) melakukan penelitian menggunakan variabel-variabel ukuran perusahaan, *leverage*, *market to book ratio*, *ratio of firm cash flow to total assets*, *standar deviation of cash flow*, modal kerja bersih, *research and development*, *capital expenditure*, dan *acquisition* yang mempengaruhi penahanan dana.

Bates, T., Kahle, K., and Stulz R. (2009) meneliti mengenai penahanan dana pada perusahaan-perusahaan di Amerika yang mengalami kenaikan sejak tahun 1980 sampai dengan tahun 2006. Pada akhir periode sampel yang di ambil, rata-rata perusahaan dapat melunasi kewajiban dengan menahan dana. Kas perusahaan menjadi beresiko karena rasio kas meningkat. Perusahaan menahan sedikit persediaan dan piutang, secara intensif meningkatkan R&D.

Saddour (2006) meneliti mengenai faktor-faktor penentu penahanan dana dengan mengumpulkan data dari 297 perusahaan Perancis selama periode 1998-2002. Penelitian tersebut menggunakan variabel *firm's assets*, *dividend's payment*, *stock repurchase*, pertumbuhan penjualan, *cash flow volatility*, arus kas, *liquid asset*, *trade credit*, *account payable*, *leverage*, *debt structure*, *capital expenditure* dan ukuran perusahaan.

Bashir (2014) melakukan penelitian dengan judul "*Determinants of Corporate Cash Holdings: Panel Data Analysis: Pakistan*" pada 50 perusahaan non keuangan yang dipilih dari *Karachi Stock Exchange* selama sepuluh tahun dari 2003-2013. Penelitian ini menggunakan variabel *market to book ratio*, modal

kerja bersih, ukuran perusahaan, ROA, *investment*, *account receivable*, *leverage*, arus kas, *account payable*, *bank relationship*, pertumbuhan penjualan, *inventories*, dan *financial distress*.

Afza dan Adnan (2007) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *cash holding* pada perusahaan non keuangan di Pakistan periode 1998-2005. Hasil penelitian tersebut terdapat hubungan negatif antara *market to book ratio*, modal kerja bersih, *leverage*, *dividends* dengan penahanan dana. Ukuran perusahaan, arus kas, dan *cash flow uncertainty* berpengaruh positif terhadap penahanan dana.

Alles, Lian, dan Yan (2012) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor penentu penahanan dana antara perusahaan di Cina dari tahun 1998-2009. Ukuran perusahaan, arus kas, *leverage*, *investment opportunities*, *dividend distributions*, *cash flow volatility*, *ownership concentration*, dan *managerial ownership*.

Dittmar, Smith, dan Servaes (2003) melakukan penelitian di beberapa Negara Amerika, Eropa, Asia dan Afrika. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variable arus kas, *market to book ratio*, dan penambahan modal berpengaruh secara signifikan terhadap penahan dana, sedangkan variable modal kerja bersih dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan negative terhadap penahan dana.

Kariuki, Namusonge, dan Orwa (2015) meneliti mengenai faktor penentu yang mempengaruhi *cash holding* pada perusahaan manufaktur di Kenya. Hasil penelitian menunjukkan terdapat hubungan positif antara *leverage*, ukuran

perusahaan, dan *cash flow variability* dengan penahann dana. Terdapat hubungan negatif antara *likelihood financial distress* dengan penahanan dana dan tidak signifikan antara pertumbuhan penjualan dengan penahanan dana.

Islam (2012) melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur di Bangladesh untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana periode 2006-2010. Penelitian tersebut menggunakan aset lancar, arus kas, *volatility cash flow*, *leverage*, *intangible asset*, *market to book value ratio* sebagai variabel independen.

Ali dan Yousaf (2013) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana pada perusahaan non keuangan di Jerman selama periode tahun 2000-2010. Ukuran perusahaan, laba sebelum pajak dan bunga, *capital expenditure*, *leverage*, dan *market to book ratio* digunakan sebagai faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana.

Shah (2011) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana di Pakistan dari tahun 1996-2008. *Growth opportunities*, *financial distress*, *cash flow volatility*, ukuran perusahaan, *leverage*, dividen, *profitability*, *debt maturity*, *convertibility*, dan *cash cycle*.

Ogundipe, Salawu, dan Ogundipe (2012) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi penahanan dana di negria menggunakan *General Method of Moments* (GMM) pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Nigeria Stock Exchange dari tahun 1995-2009. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya hubungan signifikan negatif antara *cash holding* dan *firm size*, *net working capital*, *return on asset*, dan *bank relationship*. Terdapat

hubungan signifikan positif antara *growth opportunities*, *leverage*, *inventories*, *account receivable* dan *financial distress* terhadap penahanan dana.

2.2 Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah penahanan dana. Menurut Gill dan Shah (2012) penahanan dana didefinisikan sebagai kas di tangan atau yang tersedia untuk diinvestasikan pada aset fisik dan untuk dibagikan kepada investor. Penahanan dana merupakan jumlah kas yang dipegang perusahaan untuk menjalankan berbagai kegiatan perusahaan (Ginglinger & Saddour, 2007).

Gagasan menentukan kepemilikan kas dijelaskan dengan tiga teori penahanan dana yang sangat penting untuk memprediksi faktor penentu dan kebijakannya, yaitu *trade off theory*, *pecking order theory*, dan *agency theory*.

Pertama, *trade off theory* teori ini menilai penahanan dana yang optimal berkaitan dengan dua konsep yaitu biaya yang timbul dari memegang kas dan manfaat yang didapatkan dalam memegang kas. Biaya memegang kas yang harus dikeluarkan perusahaan adalah *opportunity cost* dari modal yang diinvestasikan dalam aset lancar dengan *return* yang kecil. Sedangkan manfaat memegang kas yaitu mengurangi terjadinya *financial distress*, memungkinkan terpenuhinya kebijakan investasi, dan meminimalkan biaya untuk pendanaan eksternal atau melikuidasi aset (Ferreira & Vilela, 2004).

Kedua, *Pecking order theory* menganggap tidak memiliki tingkat penahanan dana yang optimal tetapi kas memiliki peran sebagai penyangga antara

laba ditahan dan kebutuhan investasi. Kas akan tersedia ketika keuntungan yang dihasilkan perusahaan melebihi kebutuhan investasinya. Ketika kas tersedia dalam jumlah yang lebih dan perusahaan yakin akan profitabilitas investasi mereka, maka kelebihan kas dibayarkan dalam bentuk pembagian dividen pemegang saham (Myers & Maljuf, 1984).

Menurut Myers dan Maljuf (1984) *pecking order theory* menyajikan teori bahwa pembiayaan pada dasarnya berasal dari tiga sumber: pertama, dari laba ditahan. Apabila pendanaan internal tidak cukup untuk mendanai investasi perusahaan maka dilanjutkan ke alternatif kedua yaitu menggunakan hutang dan jika jumlah hutang yang dimiliki sudah berlebihan maka pilihan terakhir pendanaan investasi dilanjutkan dengan mengeluarkan ekuitas.

Ketiga, *agency theory* teori ini menghubungkan tingkat kas suatu perusahaan dengan bagian manajerial. Pemegang saham memberikan wewenang kepada manajer untuk mengelola aset-aset perusahaan agar dapat memberikan profit bagi pemegang saham. Hal tersebut dapat menimbulkan permasalahan ketika tujuan atau keinginan antara perusahaan dengan bagian manajerial berbeda.

Terdapat dua hipotesis pada kebijakan memegang kas, pertama *free cash flow* dimana kas dapat digunakan oleh manajer untuk kepentingan sendiri dengan mengorbankan pemegang saham (Jensen, 1986). Perusahaan menimbun kas dengan jumlah besar untuk kepentingan pribadi dibanding membayarkan kas tersebut untuk pemegang saham dan untuk mendapatkan kemudahan dan fleksibilitas (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999). Kedua *risk reduction* menganggap penahanan dana sebagai investasi bebas risiko karena manajer

menghindari meningkatkan penahanan dana untuk mengurangi eksposur risiko perusahaan (Tong, 2006).

Agency theory mencoba membahas dan menyelesaikan dua masalah. Pertama, bahwa tujuan yang dicapai oleh manajer sesuai dengan tujuan yang ditetapkan (*agency problem*). Kedua, bahwa manajemen puncak dan manajer mencoba untuk mendamaikan perbedaan mereka dalam rangka meningkatkan kekayaan pemegang saham dan keuntungan perusahaan (Anjum & Malik, 2013).

Terdapat empat motif utama dalam memegang kas menurut Bates *et al.* (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.

2.3 Hubungan antara Variabel Dependen dengan Independen

2.3.1 Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Penahanan Dana

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari total aktiva, jumlah penjualan, dan rata-rata penjualan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Anjum dan Malik (2013) menunjukkan adanya hubungan positif dengan penahanan dana. Penelitian ini sejalan dengan Alles *et al.* (2012), Afza dan Adnan (2007), Mugumisi dan Mawanza (2014) dan Kariuki *et al.* (2015). Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Ferreira dan Vilela (2004), Bigelli dan Vidal (2009), Rehman dan Wang (2015) dan Gill dan Shah (2012) menunjukkan adanya hubungan negatif dengan penahanan dana. Ogundipe *et al.* (2012) menunjukkan tidak adanya hubungan antara ukuran perusahaan dengan penahanan dana.

Perusahaan-perusahaan kecil menghadapi kesulitan mengakses pasar modal karena biasanya perusahaan kecil tergolong perusahaan baru, kurang dikenal sehingga lebih rentan terhadap ketidaksempurnaan pasar modal (Saddour, 2006). Perusahaan besar biasanya berdiri untuk jangka waktu yang lama, perusahaan besar memiliki biaya *external financing* yang rendah, tidak seperti perusahaan kecil perusahaan besar memiliki akses yang baik menuju pasar modal, kemungkinan rendahnya kesulitan keuangan dan kebangkrutan sehingga perusahaan besar memiliki tingkat cadangan kas yang rendah (Tehrani, Darabi, & Izy, 2014).

2.3.2 Hubungan *Market to Book Ratio* dengan Penahanan Dana

Market to book ratio merupakan perbandingan antara nilai buku saham perusahaan dengan nilai pasar modal. Nilai dasar merupakan nilai ekuitas yang dipandang oleh investor.

Ogundipe *et al.* (2012), Ferreira dan Vilela (2004) menggunakan *market to book ratio* sebagai proksi kesempatan investasi. Ferreira dan Vilela (2004), Ogundipe *et al.* (2012), Salawu *et al.* (2012) menunjukkan adanya hubungan positif antara *market to book ratio* dengan penahanan dana. Afza dan Adnan (2007), Islam (2012) menunjukkan hubungan negatif antara *market to book ratio* dengan penahanan dana.

Menurut Myers dan Majluf (1984) perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang lebih besar cenderung mengakumulasi kas yang lebih banyak untuk menghindari biaya yang akan dikeluarkan untuk memperoleh dana dari pihak eksternal. Berdasarkan teori *free cash flow* yang menyatakan bahwa manajer dengan peluang investasi yang buruk menahan lebih banyak kas untuk memastikan ketersediaan dana (Ferreira & Vilela, 2004).

2.3.3 Hubungan Modal Kerja Bersih dengan Penahanan Dana

Pada dasarnya modal kerja bersih merupakan pengganti uang tunai. Ketika diperlukan mereka dapat dengan cepat dilikuidasi untuk pendanaan. Sehingga perusahaan dengan modal kerja bersih yang banyak cenderung memegang kas dalam jumlah yang sedikit (Ferreira & Vilela, 2004). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Afza dan Adnan (2007), Ogundipe *et al.* (2012),

Salawu *et al.* (2012), Bates *et al.* (2009) menunjukkan adanya hubungan negatif antara modal kerja bersih dengan penahanan dana.

Ozkan dan Ozkan (2004) berpendapat bahwa biaya untuk mengkonversi aset lancar non-kas menjadi kas lebih murah dibandingkan dengan aset-aset lainnya. Ketika perusahaan mengalami kekurangan kas perusahaan dengan aset lancar yang cukup tidak harus menggunakan pasar modal untuk mendapatkan dana. Oleh karena itu, perusahaan dengan modal kerja bersih yang tinggi akan memiliki tingkat penahanan dana yang rendah.

Peningkatan modal kerja bersih menyebabkan saldo kas menjadi tinggi, oleh karena itu perusahaan yang likuid cenderung memiliki saldo kas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang kurang likuid (Anjum & Malik, 2013).

2.3.4 Hubungan *Leverage* dengan Penahanan Dana

Leverage merupakan tingkat sampai sejauh mana sekuritas dengan laba tetap (hutang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal dalam sebuah perusahaan. Ogundipe *et al.* (2012), Anjum dan Malik (2012), Bashir (2014) dan Kariuki *et al.* (2015), Salawu *et al.* (2012) menunjukkan adanya hubungan positif antara *leverage* dengan penahanan dana. Berbeda dengan hasil penelitian oleh Ferreira dan Vilela (2004), Afza dan Adnan (2007), Alvarez, Sagner, dan Valdivia (2012) yang menunjukkan terdapat hubungan negatif antara *leverage* dengan penahanan dana.

Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi mempunyai tingkat ketergantungan yang sangat tinggi pada pinjaman luar untuk membiayai asetnya.

Sedangkan perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang lebih rendah menunjukkan bahwa pendanaan perusahaan berasal dari modal sendiri.

Menurut Ferreira dan Vilela (2004) jumlah hutang akan meningkat ketika kebutuhan investasi melebihi laba ditahan yang dimiliki perusahaan dan akan menurun ketika kebutuhan investasi kurang dari laba yang ditahan perusahaan.

Perusahaan dengan rasio hutang yang tinggi memiliki cadangan kas yang rendah karena perusahaan harus membayar cicilan hutang beserta bunga (Opler *et al.*, 1999). Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi akan memiliki tingkat penahanan dana yang rendah. Meningkatnya *leverage* maka perusahaan memiliki hutang yang tertagih sehingga untuk berjaga-jaga perusahaan menahan dana dalam jumlah besar.

2.3.5 Hubungan Arus Kas dengan Penahanan Dana

Arus kas merupakan aliran kas yang terdiri dari aliran kas masuk dan aliran kas keluar dalam perusahaan. Penelitian yang dilakukan Ferreira dan Vilela (2004), Afza dan Adnan (2007), Ogundipe *et al.* (2012) menunjukkan adanya hubungan positif antara arus kas dengan penahanan dana.

Tingginya kegiatan operasional maka menyebabkan arus kas yang tinggi sehingga perusahaan menahan dana lebih besar untuk berjaga-jaga adanya tambahan biaya operasional. Bates *et al.* (2009) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki arus kas tinggi akan memegang kas dalam jumlah besar untuk melakukan pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal (Ozkan & Ozkan, 2002).

Perusahaan yang memiliki arus kas yang tinggi diharapkan memegang kas lebih besar sebagai sumber dana internal. Sisi lain, arus kas dapat dianggap sebagai sumber tambahan likuiditas dan sebagai pengganti kas. Dalam hal ini perusahaan dengan arus kas yang lebih tinggi diperkirakan memiliki kas yang rendah (Mugumisi & Mawanza, 2014).

2.3.6 Hubungan ROA dengan Penahanan Dana

Return on Asset merupakan merupakan rasio keuangan perusahaan mengenai profitabilitas, untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan atau laba pada tingkat pendapatan, aset dan modal saham tertentu.

Trade off theory memprediksi adanya hubungan negatif antara *return on asset* dan penahanan dana. Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan Bashir (2014) dan Salawu *et al.* (2012). Sedangkan *pecking order theory* memprediksi adanya hubungan positif antara *return on asset* dengan penahanan dana sesuai dengan penelitian yang dilakukan Ogundipe *et al.* (2012) dan Mugumisi dan Mawanza (2014).

Perusahaan dengan *return on asset* yang tinggi akan menyimpan kas dalam jumlah besar. Perusahaan dengan *return on asset* tinggi mencerminkan tingginya profitabilitas yang dimiliki perusahaan sehingga dapat meningkatkan cadangan kas pada perusahaan (Mugumisi & Mawanza, 2014).

2.3.7 Hubungan *Investment in fixed Asset* dengan Penahanan Dana

Investment in fixed asset yang dimaksud adalah penambahan aset tetap atau perolehan aset tetap. Hasil penelitian yang dilakukan Bashir (2014) dan

Ogundipe *et al.* (2012) menemukan adanya hubungan positif antara *investment in fixed asset* dengan penahanan dana.

Dittmar *et al.* (2002) berpendapat bahwa ketika perusahaan menambah aset tetap maka rasio kas perusahaan akan berkurang. Berdasarkan *pecking order theory* memprediksi adanya hubungan negatif karena perusahaan dengan tingkat belanja modal yang kurang memiliki kas yang kecil.

Trade of theory memprediksi hubungan yang positif karena perusahaan dengan tingkat belanja modal yang tinggi mencoba menghindari biaya transaksi yang berkaitan dengan penggalangan dana eksternal serta *opportunity cost* yang dihasilkan dari sumber daya yang tidak memadai (Jani, Hoesli & Bander, 2004).

2.3.8 Hubungan Dividen dengan Penahanan Dana

Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang diberikan perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ferreira dan Vilela, (2004), Dittmar *et al.* (2003) menunjukkan adanya hubungan negatif antara dividen dengan penahanan dana. Berbeda dengan penelitian yang telah dilakukan Ozkan dan Ozkan (2004), Mugumusi dan Mawanza (2014) menunjukkan adanya hubungan positif antara dividen dan penahanan dana.

Kemampuan perusahaan yang memiliki akses menuju pasar modal dengan baik dan berinvestasi lebih pada pembayaran dividen akan menggunakan sumber dana internal. Perusahaan yang membayarkan dividen dapat menukar biaya marjinal penahanan dana dengan mengurangi pembayaran dividen. Perusahaan yang membayar dividen mampu mengumpulkan dana dan

mendapatkan biaya lebih rendah, apabila perusahaan membutuhkan dana dapat mengurangi pembayaran dividen dan menggunakan dana tersebut untuk menambah kas perusahaan. Berbeda dengan perusahaan yang tidak membayar dividen, memiliki kendala keuangan maka perusahaan 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).

Menurut Ozkan dan Ozkan (2004) terdapat kemungkinan bahwa perusahaan yang membayar dividen menyimpan lebih banyak kas daripada perusahaan yang tidak membayar dividen karena ingin menghindari kekurangan kas untuk mendukung pembayaran dividen.

2.3.9 Hubungan Ukuran Direksi dengan Penahanan Dana

Dewan direksi dan CEO bertanggung jawab untuk merumuskan manajemen kas, tata kelola perusahaan, dan seluruh kebijakan lain dalam organisasi. Ukuran Direksi memiliki peran penting dalam organisasi dan dapat menyebabkan tingginya saldo kas.

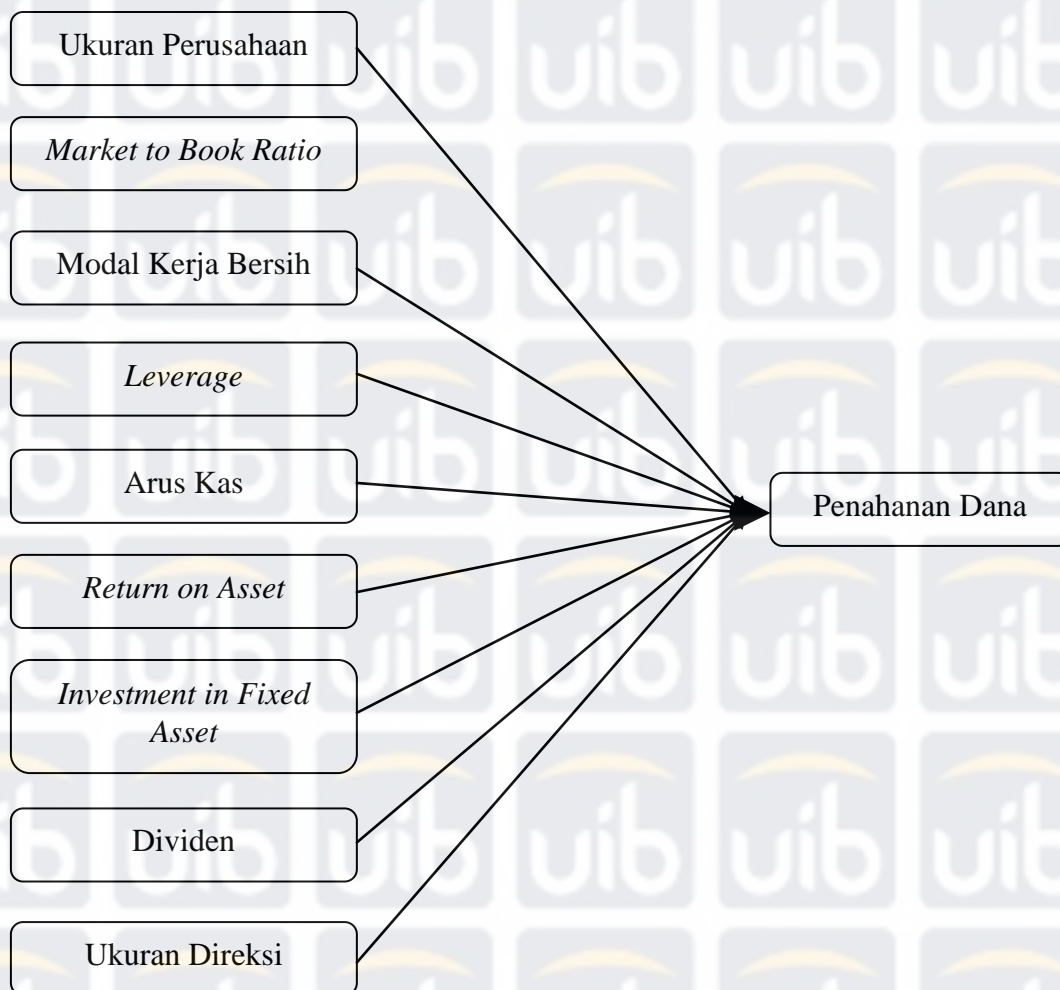
Gill dan Shah (2012) menunjukkan adanya hubungan positif antara ukuran direksi dan penahanan dana. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Rehman dan Wang (2015) adanya hubungan signifikan negatif antara ukuran direksi dengan penahanan dana. Sedangkan Drobetz dan Gruninger (2007) menemukan tidak adanya hubungan yang signifikan antara ukuran direksi dengan penahanan dana.

Yermack (1996) menjelaskan bahwa perusahaan dengan dewan direksi yang sedikit lebih efektif dalam proses pengambilan keputusan daripada dewan direksi yang lebih banyak. Semakin besar ukuran direksi dapat menyebabkan kelebihan kas dalam perusahaan.

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 dapat melakukan *short term investment* ketika kas perusahaan tinggi dewan direksi dapat menggunakan kas tersebut untuk meningkatkan profit. Hal tersebut dapat terjadi karena jika profit tinggi maka dewan direksi akan mendapat tambahan pendapatan dari perusahaan.

2.4 Model Penelitian

Dalam penelitian ini penulis mengambil sembilan variabel independen yang diambil dari penelitian yang dilakukan Ogundipe, Ogundipe dan Ajao (2012) dan Gill dan Shah (2012) penelitian yaitu, ukuran perusahaan, *market to book ratio*, modal kerja bersih, *leverage*, arus kas, *return on asset*, *investment in fixed asset*, dividen, dan ukuran perusahaan. Maka dapat disusun kerangka pemikiran penelitian seperti yang terlihat pada gambar 3 di bawah ini:



Gambar 3 Model penelitian, sumber: Ogundipe, Ogundipe dan Ajao (2012) dan Gill dan Shah (2012) yang dikembangkan untuk penelitian.

2.5 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan telaah pustaka dan kerangka pemikiran teoritis yang disajikan pada gambar 3, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H1: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap penahanan dana perusahaan.

H2: *Market to book ratio* berpengaruh positif terhadap penahanan dana perusahaan.

H3: Modal kerja bersih berpengaruh negatif terhadap penahanan dana perusahaan.

H4: *Leverage* berpengaruh positif terhadap penahanan dana perusahaan.

H5: Arus kas berpengaruh positif terhadap penahanan dana perusahaan.

H6: *Return on asset* berpengaruh positif terhadap penahanan dana perusahaan.

H7: *Investment in fixed asset* berpengaruh positif terhadap penahanan dana perusahaan.

H8: Dividen berpengaruh negatif terhadap penahanan dana perusahaan.

H9: Ukuran direksi berpengaruh positif terhadap penahanan dana perusahaan.