

**FAKTOR – FAKTOR YANG MEMENGARUHI *CASH HOLDINGS*
BADAN USAHA MILIK NEGARA (BUMN) YANG TERDAFTAR DI
BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015 – 2021**

(TESIS)

Oleh

Apri Anita Sari



**PROGRAM PASCASARJANA MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2024**

ABSTRAK

FAKTOR – FAKTOR YANG MEMENGARUHI *CASH HOLDINGS* BADAN USAHA MILIK NEGARA (BUMN) YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015 – 2021

Oleh

Apri Anita Sari

Penelitian ini dilakukan untuk menguji secara empiris faktor-faktor yang memengaruhi kepemilikan kas BUMN di Indonesia. Sampel sebanyak 15 perusahaan BUMN di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 7 tahun (2015-2021). Penelitian ini menggunakan model penelitian *ordinary least squares* (OLS). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* dan suku bunga BI berpengaruh terhadap *cash holdings* BUMN di Indonesia, sedangkan *cash flow volatility* dan *capital expenditure* tidak berpengaruh terhadap *cash holdings*. Penelitian ini memberikan kontribusi pada literatur mengenai variabel yang menentukan *cash holdings* BUMN di Indonesia.

Kata kunci: *cash holdings, leverage, cash flows volatility, capital expenditure, interest rates*

ABSTRACT

***DETERMINANTS OF CASH HOLDINGS IN STATE – OWNED
ENTERPRISES LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE
DURING THE PERIOD 2015–2021***

By

Apri Anita Sari

This research was conducted to empirically investigate the determinants affecting the cash holdings of state-owned enterprises in Indonesia. The sample consisted of 15 state-owned companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) over a 7-year period (2015-2021). The study employed the ordinary least squares (OLS) research model. The results of this research indicate that leverage and BI rate significantly affects the cash holdings of state-owned enterprises in Indonesia. However, cash flow volatility, and capital expenditure do not have a significant impact on cash holdings. This study contributes to the literature on the determinants of cash holdings in state-owned enterprises in Indonesia.

Keywords: Cash holdings, leverage, cash flows volatility, capital expenditures, interest rate.

**FAKTOR – FAKTOR YANG MEMENGARUHI *CASH HOLDINGS*
BADAN USAHA MILIK NEGARA (BUMN) YANG TERDAFTAR DI
BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015 – 2021**

Oleh:

APRI ANITA SARI

Tesis

**Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Mencapai Gelar
MAGISTER MANAJEMEN**

Pada

**Program Studi Magister Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**



**PROGRAM PASCASARJANA MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2024**

Judul Tesis : **FAKTOR – FAKTOR YANG
MEMENGARUHI CASH HOLDINGS
BADAN USAHA MILIK NEGARA (BUMN)
YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA PERIODE 2015 – 2021**

Nama Mahasiswa : **Apri Anita Sari**

Nomor Pokok Mahasiswa : **2021011007**

Program Studi : **Magister Manajemen**

Fakultas : **Ekonomi dan Bisnis**



Pembimbing I

Pembimbing II

Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc
NIP. 19600426 198703 1001

Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E.
NIP. 19630831 198903 2002

**Ketua Program Studi Magister Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Lampung**

Dr. Roslina, S.E., M.Si
NIP. 19770711 200501 2002

MENGESAHKAN

1. Tim Penguji

Ketua : Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc.



Sekretaris : Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E.



Penguji I : Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si.



Penguji II : Dr. Irham Lihan, S.E., M.Si.



2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Prof. Dr. Nairabi, S.E., M.Si.
NIP. 19660621 199003 1003



3. Direktur Pascasarjana

Prof. Dr. Ir. Murhadi, M.Si.
NIP. 19640326 198902 1001



Tanggal Lulus Ujian Tesis: 07 Juni 2024

LEMBAR PERNYATAAN KEASLIAN KARYA ILMIAH

Dengan ini saya menyatakan dengan sebenarnya bahwa:

1. Tesis dengan judul “Faktor – Faktor Yang Memengaruhi *Cash Holdings* Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2015 – 2021” adalah karya saya sendiri dan saya tidak melakukan penjiplakan atau pengutipan atas karya orang lain dengan cara yang tidak sesuai dengan tata etika ilmiah yang berlaku dalam masyarakat akademik atau yang disebut Plagiarisme.
2. Hak intelektual atas karya ilmiah ini diserahkan sepenuhnya kepada Universitas Lampung.
3. Atas pernyataan ini, apabila dikemudian hari ternyata ditemukan adanya ketidakbenaran, saya bersedia menanggung akibat dan sanksi yang diberikan kepada saya, saya bersedia dan sanggup dituntut sesuai dengan hukum yang berlaku.

Bandar Lampung, 07 Juni Juni 2024
Peneliti,



Apri Anita Sari
NPM. 2021011007

RIWAYAT HIDUP

Penulis dilahirkan pada 28 April 1991 di Kecamatan Bekri Kabupaten Lampung Tengah, sebagai anak kedua dari dua bersaudara dari pasangan Bapak Rachmadi dan Ibu Suryati.

Penulis menamatkan pendidikan Taman Kanak-Kanak di TK IKI PTPN VII Bekri pada tahun 1997, Sekolah Dasar di SDN 2 Sinar Banten Lampung Tengah pada tahun 2003, Sekolah Menengah Pertama di SMPN 2 Bangun Rejo Lampung Tengah pada tahun 2006, dan Sekolah Menengah Atas di SMAN 02 Bandar Lampung pada tahun 2009. Penulis menamatkan pendidikan strata 1 di Universitas Lampung, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, jurusan Ekonomi Pembangunan pada tahun 2013.

Setelah menamatkan pendidikan strata 1 penulis menerapkan ilmunya di perusahaan swasta yang bergerak di bidang retail yaitu PT. Trans Retail Indonesia. Penulis bekerja sebagai *account payable* yang bertugas melakukan pengecekan terhadap dokumen-dokumen terkait transaksi pembelian dan kewajiban utang perusahaan kepada pihak lain. Pada tahun 2019 penulis memutuskan untuk berhenti bekerja pada perusahaan tersebut dan pada tahun 2020 penulis menempuh pendidikan strata 2 di Magister Manajemen Universitas Lampung.

Pada Mei 2022 penulis resmi mengabdikan diri di Biro Perencanaan dan Hubungan Masyarakat Universitas Lampung. Penulis menamatkan pendidikan S2 Manajemen Keuangan Magister Manajemen Universitas Lampung pada tahun 2024.

MOTTO

“Everything is possible, if you believe in yourself”

-Apri Anita Sari-

“Menyembah yang Maha Esa, menghormati yang lebih tua, menyayangi yang lebih muda, dan mengasihi sesama”

-K.H. Mustofa Bisri-

“The best way to make your dream come true is to wake up”

-Paul Valery-

“Di pundak pemimpin yang bebas korupsi, disitulah masa depan negeri”

-Najwa Shihab-

PERSEMBAHAN

Bismillahirrahmanirrahim

Segala puji syukur kepada Allah Subbhanahu wa ta ala, atas segala curahan rahmat dan rahim-Nya.

Segala perjuangan hingga titik ini kupersembahkan kepada dua orang paling berharga dalam hiduku.

Bapak dan Ibu, terima kasih karena telah mendidikku dengan segala keterbatasan hingga anakmu bisa meraih cita-cita yang diinginkan. Pencapaian ini adalah persembahan istimewa yang bisa aku berikan.

UCAPAN TERIMA KASIH

Puji dan syukur kehadiran Allah SWT, karena atas berkah rahmat dan karunia-Nya, peneliti dapat menyelesaikan tesis ini yang berjudul “Faktor – Faktor Yang Memengaruhi *Cash Holdings* Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2015 – 2021”. Tesis ini adalah salah satu syarat untuk menyelesaikan pendidikan dan memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Selama penyusunan Tesis ini, Peneliti banyak mendapatkan dukungan dan masukan dari berbagai pihak, dan pada kesempatan ini Peneliti mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc. selaku Pembimbing Utama, terima kasih atas kesediaannya dalam memberikan nasihat, masukan, kritik dan saran sehingga peneliti dapat menyelesaikan Tesis ini.
2. Ibu Dr. Sri Hasnawati., S.E., M.Si. selaku Pembimbing Kedua, terima kasih atas kesediaannya dalam memberikan nasihat, masukan, kritik dan saran sehingga peneliti dapat menyelesaikan Tesis ini.
3. Ibu Dr. Ernie Hendrawaty S.E., M.Si. selaku Dosen Penguji yang bersedia memberikan masukan dalam penelitian ini.
4. Bapak Dr. Irham Lihan, S.E., M.Si. selaku Dosen Penguji yang bersedia memberikan masukan dalam penelitian ini.
5. Bapak Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
6. Ibu Dr. Roslina, S.E., M.Si selaku Ketua Program Pascasarjana Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
7. Keluarg tercinta, Bapak dan Ibuku.
8. Seluruh teman kelas manajemen keuangan, Ririn, Athian, Hiro, Dimaz, Bu Melda dan seluruh teman-teman Magister Manajemen Angkatan 2020.

9. Staf administrasi yang telah membantu proses kelancaran selama berkuliah di Magister Manajemen.
10. Dan para pihak yang secara langsung dan tidak langsung telah membantu penyelesaian tesis ini yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Peneliti menyadari Tesis ini masih perlu penyempurnaan, sehingga masukan dan saran sangat kami harapkan untuk perbaikan ke depan. Semoga tesis ini dapat memberikan manfaat kepada Peneliti secara pribadi, dan kontribusi kepada masyarakat secara keseluruhan.

Bandar Lampung, 07 Juni 2024

Apri Anita Sari
NPM. 2021011007

DAFTAR ISI

DAFTAR ISI	i
DAFTAR TABEL	iii
DAFTAR GAMBAR	iv
DAFTAR LAMPIRAN	v
I. PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah.....	5
C. Tujuan Penelitian	6
D. Manfaat Penelitian	6
II. KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS	8
A. Kajian Pustaka.....	8
1. Manajemen Kas.....	8
2. Cash Holdings	9
3. Motif Cash Holdings	10
4. Faktor-faktor yang Memengaruhi <i>Cash Holding</i>	13
B. Penelitian Terdahulu	15
C. Kerangka Pemikiran	19
D. Pengembangan Hipotesis	21
III. METODE PENELITIAN	23
A. Jenis dan Sumber Data	23
B. Jenis Penelitian.....	23
C. Populasi dan Sampel.....	24
D. Definisi Operasional Variabel.....	24
E. Pengukuran Variabel	26
F. Metode Analisis Data	27
1. Analisis Statistik Deskriptif	27

2. Uji Asumsi Klasik	27
3. Analisis Regresi.....	28
4. Uji Kelayakan Model Penelitian	28
5. Uji Hipotesis	29
IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN	31
A. Statistik Deskriptif	31
B. Uji Asumsi Klasik.....	34
1. Uji Multikolinearitas	34
2. Uji Heteroskedastisitas	34
C. Hasil Pengolahan Regresi.....	35
D. Uji Kelayakan Model.....	37
E. Uji Hipotesis (Uji T).....	38
F. Pembahasan Hasil Penelitian	40
1. Pengaruh Leverage terhadap Cash Holdings	40
2. Pengaruh Cashflow Volatility terhadap Cash Holdings	41
3. Pengaruh Capital Expenditure terhadap Cash Holdings.....	42
4. Pengaruh Suku Bunga BI terhadap <i>Cash Holdings</i>	43
V. KESIMPULAN DAN SARAN	45
A. Kesimpulan.....	45
B. Saran	47
DAFTAR PUSTAKA	48
LAMPIRAN	52

DAFTAR TABEL

Tabel 1. Kinerja Keuangan BUMN Tahun 2015 – 2021 (dalam triliun rupiah)	2
Tabel 2. Rasio Cash Holdings BUMN Tahun 2017 – 2021 (dalam persen).....	3
Tabel 3. Penelitian Terdahulu.....	15
Tabel 4. Penentuan Sampel	24
Tabel 5. Pengukuran Variabel	26
Tabel 6. Hasil Uji Deskriptif	31
Tabel 7. Hasil Uji Multikolinearitas	34
Tabel 8. Hasil Uji Heteroskedastisitas	34
Tabel 9. Model Common Effect	35
Tabel 10. Model Fixed Effect.....	35
Tabel 11. Hasil Uji Chow.....	36
Tabel 12. Model Random Effect	36
Tabel 13. Hasil Uji Hausman	36
Tabel 14. Hasil Uji F.....	37
Tabel 15. Hasil Uji Koefisien Determinasi	38
Tabel 16. Hasil Uji T	38

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. Kerangka Pikir Penelitian	20
---	----

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Perusahaan BUMN Non-Bank yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2017	53
Lampiran 2. Hasil Perhitungan Cash Holdings, Leverage, Cash flow Volatility, Capital Expenditure,dan Suku Bunga BI	54
Lampiran 3. Hasil Uji Statistik Deskriptif	57
Lampiran 4. Hasil Uji Multikolinieritas	57
Lampiran 5. Hasil Uji Regresi <i>Common Effect Model</i>	58
Lampiran 6. Hasil Uji Regresi <i>Fixed Effect Model</i>	58
Lampiran 7. Hasil Uji Regresi <i>Random Effect Model</i>	59

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Setelah krisis keuangan 2008, banyak perusahaan melakukan pengumpulan kas (*cash pooling*) dalam jumlah yang signifikan, hal tersebut menimbulkan pertanyaan tentang alasan di balik strategi ini. Lee & Song (2011) mengungkapkan bahwa setelah krisis keuangan Asia, perusahaan-perusahaan di Asia telah meningkatkan kepemilikan kas (*cash holdings*) di atas rata-rata. Hal ini sejalan dengan motif pencegahan yang diutarakan dalam *Keynesian economics* bahwa pengumpulan kas bertujuan untuk melindungi perusahaan dari situasi tak terduga yang akan membutuhkan pencairan dana yang signifikan. Selain itu, manfaat dari *cash holdings* menurut Keynes selain motif pencegahan ada beberapa motif lainnya yaitu motif transaksi dan spekulasi. Motif transaksi mengasumsikan bahwa pelaku ekonomi harus memiliki dana yang cukup untuk memenuhi kebutuhan pengeluaran harian, dan motif spekulatif memungkinkan perusahaan mempertahankan uang tunai untuk bertaruk pada peluang yang memungkinkan.

Bates *et al.* (2009) menyarankan bahwa perusahaan perlu menyimpan kas untuk menghadapi kemungkinan tak terduga. Kebutuhan untuk memegang kas akan lebih tinggi bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang sangat baik, karena mereka lebih mungkin membutuhkan dana yang lebih banyak dan mungkin menghadapi kesulitan dalam pengumpulan dana tersebut. Perusahaan harus dapat mengelola ketersediaan kas dengan optimal sesuai dengan kebutuhan perusahaan karena tanpa kas yang optimal mengakibatkan perusahaan tidak dapat menjalankan aktivitas perusahaan (Liadi & Suryanawa, 2018).

Kemungkinan- kemungkinan tak terduga seperti krisis keuangan yang terjadi pada tahun 2008 tentu saja memberi dampak pada perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia tak terkecuali perusahaan BUMN (Badan Usaha Milik Negara). BUMN adalah perusahaan yang lebih dari 50% sahamnya dimiliki oleh pemerintah,

meskipun pemerintah ada di balik layar perusahaan BUMN yang mana jika terjadi kesulitan keuangan maka yang pertama kali siap untuk membantu adalah pemerintah. Namun hal ini berbeda dengan BUMN yang telah melakukan privatisasi atau membagi kepemilikannya ke pihak swasta. Perusahaan yang melakukan privatisasi diharapkan dapat meningkatkan efektivitas performa BUMN. Penelitian yang dilakukan di China menunjukkan bahwa BUMN yang telah melakukan privatisasi cenderung akan meningkatkan *cash holdings* karena tidak lagi mendapatkan kemudahan pendanaan dari pemerintah (Megginson *et al.*, 2014).

Berdasarkan data terkini laporan kinerja keuangan Kementerian BUMN dari tahun 2015 hingga 2021, posisi liabilitas BUMN mencapai Rp. 6.199,8 triliun. Angka tersebut mengalami lonjakan signifikan dari tahun ke tahun, dan pada tahun 2019 mengalami lonjakan sebesar 8,6% dari tahun sebelumnya. Juga pada tahun 2020 liabilitas mengalami kenaikan yang besar yaitu 10,45% namun tidak diimbangi dengan pendapatan dan laba yang diterima karena imbas Covid-19. Pada tahun 2021 BUMN mengalami sedikit pemulihan dilihat dari pendapatan dan laba BUMN yang mengalami kenaikan dari tahun 2020. Namun, apabila jumlah liabilitas BUMN yang demikian besar tidak ditangani dengan baik maka akan menyebabkan kesulitan dikemudian hari (*financial distress*) dan membuat perusahaan sulit membayar operasional sehari-hari dan mengembangkan bisnisnya. Hal ini terjadi karena banyaknya liabilitas yang tidak diimbangi dengan pendapatan dan laba yang berbanding lurus. Berikut ini adalah data dari kinerja keuangan BUMN tahun 2015 sampai 2021.

Tabel 1. Kinerja Keuangan BUMN Tahun 2015 – 2021 (dalam triliun rupiah)

KETERANGAN	TAHUN						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
LIABILITAS	3.769	4.216	4.830	5.592	6.075	6.710	6.199,8
PENDAPATAN	1.699	1.710	2.027	2.491	2.456	1.930	2.292,5
LABA BERSIH	149	176	186	183	165	13,3	124,7

Sumber: bumh.go.id

Kasus-kasus yang menimpa BUMN mulai naik ke permukaan beberapa akhir ini. Seperti kasus PT. Jiwasraya, PT. Krakatau Steel, dan PT. Garuda Indonesia

yang mengalami krisis keuangan seperti gagal bayar dana nasabah oleh PT. Jiwasraya, kerugian delapan tahun berturut-turut oleh PT. Krakatau Steel dari tahun 2012 hingga 2019 hingga dilakukan restrukturisasi utang (Ekasari & Fahrurozi, 2020). PT. Garuda Indonesia sendiri memiliki masalah pada laporan buku tahunan 2018 yang tidak sesuai dengan standar akuntansi. Pada awal laporan tersebut Garuda mencatat laba dan setelah dikoreksi ternyata keuangan pada 2018 mengalami kerugian (Tindige *et al.*, 2020), dan yang terbaru adalah PT. Waskita Karya yang memiliki utang sebesar Rp. 84,3 triliun yang mengakibatkan kesulitan keuangan. Beberapa kasus diatas adalah gambaran dari kurang baiknya pengelolaan keuangan yang ada di BUMN yang dimungkinkan karena kurang cermatnya dalam menentukan kebijakan *cash holdings*, mengingat sifatnya yang likuid dan dapat digunakan sewaktu-waktu saat terjadi kesulitan keuangan. Berikut ini adalah rasio kepemilikan kas (*cash holdings*) pada perusahaan BUMN yang terdapat di Bursa Efek Indonesia. Rasio ini dihitung dari kas dan setara kas dibagi dengan total aset dikurangi kas dan setara kas (Diaw, 2021).

Tabel 2. Rasio Cash Holdings BUMN Tahun 2017 – 2021 (dalam persen)

NO	PERUSAHAAN	TAHUN				
		2017	2018	2019	2020	2021
1	Adhi Karya	17,07	12,15	9,79	6,62	8,60
2	Antam	22,69	15,41	13,69	14,36	18,00
3	Bukit Asam	19,29	35,26	22,29	22,02	14,00
4	Garuda	8,88	6,49	7,20	1,90	1,00
5	Jasamarga	9,50	7,77	4,55	4,59	7,00
6	Indofarma	13,55	9,85	12,28	10,17	24,00
7	Kimia Farma	19,38	22,34	8,01	7,66	4,40
8	Krakatau Steel	7,33	5,08	4,13	3,34	2,30
9	Perusahaan Gas Negara	16,19	19,86	16,43	18,55	25,00
10	Pembangunan Perumahan	28,96	19,70	18,19	16,34	13,48
11	Semen Indonesia	8,01	11,43	5,21	3,90	3,34
12	Telkom	14,51	9,24	8,99	11,45	16,00
13	Timah	12,91	0,52	8,52	5,89	13,80
14	Waskita	6,63	9,55	8,17	1,16	14,56
15	Wika	32,69	30,88	19,99	28,13	11,19

Sumber: Data diolah peneliti

Secara umum gambaran yang dapat dilihat pada Tabel 2 di atas bahwa rasio *cash holdings* rata-rata perusahaan BUMN mengalami penurunan dari tahun ke tahun. Kebijakan *cash holdings* yang tepat dapat menghindari perusahaan dari krisis keuangan. Manajer dalam suatu perusahaan harus dapat menentukan kapan harus menahan kas untuk berjaga-jaga, atau melakukan investasi guna mendapatkan keuntungan bagi perusahaan. Oleh karena itu, seorang manajer harus memahami bagaimana pengelolaan kas yang tepat dan menentukan kas yang optimal bagi perusahaan.

Dana kas selain digunakan sebagai operasional sehari-hari juga dapat digunakan sebagai pelunasan kewajiban jangka pendek utang atau obligasi yang akan jatuh tempo. Oleh sebab itu, ketersediaan kas (*cash holdings*) penting adanya dalam rangka menjaga kestabilan perusahaan. Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *cash holdings* suatu perusahaan cukup banyak dilakukan di Indonesia dan negara lain.

Guizani (2017) dan Maheshwari & Rao (2017) menemukan bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Hal ini disebabkan karena *leverage* dapat dianggap sebagai pengganti untuk memegang sejumlah besar uang tunai dan surat berharga. Penelitian tersebut menemukan bahwa perusahaan dengan rasio utang atau *leverage* yang lebih tinggi ditemukan memiliki kepemilikan kas yang lebih rendah. Hal yang berbeda ditemukan oleh Setiawan & Rachmansyah (2019) yang memiliki hasil bahwa *leverage* tidak memengaruhi *cash holdings*.

Pengaruh *cash flow volatility* dalam penelitian Diaw (2021) memiliki hasil yang tidak signifikan terhadap *cash holdings*. Begitupun dengan hasil penelitian Sethi & Swain (2019) bahwa *cash flow volatility* tidak berpengaruh terhadap *cash holdings* pada perusahaan manufaktur yang ada di India. Pengaruh positif dan signifikan antara *cash flow volatility* dan *cash holdings* ditemukan pada perusahaan di Saudi Arabia. Perusahaan Saudi memiliki risiko arus kas yang lebih besar sehingga memutuskan untuk memiliki lebih banyak uang untuk berjaga-jaga (Guizani, 2017).

Kegiatan investasi terdiri dari pengeluaran modal serta pengeluaran akuisisi perusahaan. Ketika suatu perusahaan memiliki rencana untuk melakukan investasi besar, maka perusahaan akan membuat cadangan kas untuk menjaga kelangsungan pengerjaannya. Penelitian mengenai kaitan *capital expenditure* dan *cash holdings*

dilakukan oleh Wasiuzzaman (2014) dan ditemukan hasil bahwa *capital expenditure* memiliki dampak negatif terhadap keputusan *cash holdings*. Sementara itu hubungan yang negatif antara *capital expenditure* dan *cash holdings* ditemukan oleh Guizani (2017) pada perusahaan minyak di Arab Saudi. Hubungan positif *capital expenditure* dan *cash holdings* ditemukan oleh Aftab *et al.* (2018) dan Setiawan & Rachmansyah (2019).

Selain faktor internal perusahaan seperti yang disebutkan di atas, faktor eksternal seperti tingkat suku bunga juga dapat memengaruhi ketersediaan kas suatu perusahaan. Tingkat suku bunga membuat perusahaan harus berspekulasi atas keputusan investasi. Di Indonesia sendiri tingkat suku bunga bank mengikuti acuan suku bunga Bank Indonesia. Penelitian yang dilakukan oleh Bayyurt & Nizaeva (2016) menemukan hubungan yang positif antara suku bunga dan *cash holding* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Istanbul Stock Exchange, begitupun dengan Stone *et al.* (2018) dan Chen & Mahajan (2008) yang menemukan hubungan positif diantara keduanya. Namun hasil yang berbeda ditemukan oleh Gao *et al.* (2017) yang menemukan tingkat suku bunga di Amerika memiliki pengaruh yang negatif terhadap *cash holdings*.

Penelitian ini berusaha menguji faktor apa saja yang memengaruhi *cash holdings* pada BUMN yang berada di Indonesia. Variabel-variabel yang digunakan antara lain adalah *leverage*, *cash flow volatility*, *capital expenditure*, dan suku bunga Bank Indonesia. Berdasarkan latar belakang fenomena dan empiris serta penelitian terdahulu yang telah dipaparkan diatas disertai dengan banyaknya ketidak konsistenan yang ditemukan di dalam penelitian- penelitian sebelumnya, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“FAKTOR – FAKTOR YANG MEMENGARUHI CASH HOLDINGS BADAN USAHA MILIK NEGARA (BUMN) YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015 – 2021”**.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka terdapat rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah *leverage* berpengaruh terhadap *cash holdings* BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 – 2021?
2. Apakah *cash flow volatility* berpengaruh terhadap *cash holdings* BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 – 2021?
3. Apakah *capital expenditure* berpengaruh terhadap *cash holdings* BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 – 2021?
4. Apakah suku bunga BI berpengaruh terhadap *cash holdings* BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 – 2021?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan penelitian, tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menguji pengaruh *leverage* terhadap *cash holdings* BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 – 2021.
2. Menguji pengaruh *cash flow volatility* terhadap *cash holdings* BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 – 2021.
3. Menguji pengaruh *capital expenditure* terhadap *cash holdings* BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 – 2021.
4. Menguji pengaruh suku bunga BI terhadap *cash holdings* BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 – 2021.

D. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat kepada berbagai pihak, antara lain:

1. Bagi Perguruan Tinggi

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan sumber keilmuan dalam rangka pengembangan ilmu manajemen keuangan yang berhubungan dengan *cash holdings* BUMN di Indonesia.

2. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan referensi dalam menambah pengetahuan dalam melakukan penelitian dengan topik yang berkaitan dengan penelitian ini.

3. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi apa saja yang dapat memengaruhi *cash holdings* suatu perusahaan juga berguna bagi manajer keuangan dalam mengambil keputusan terkait dengan pengelolaan dan ketersediaan kas yang optimal untuk perusahaan.

II. KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

A. Kajian Pustaka

1. Manajemen Kas

Kas merupakan aset lancar yang dapat digunakan setiap saat yang dimiliki oleh perusahaan dan dicatat pada laporan neraca posisi aktiva lancar. Kas juga dapat berupa simpanan uang di bank yang dapat dicairkan kapan saja. Manajemen kas adalah suatu sistem pengelolaan perusahaan yang mengatur arus kas untuk mempertahankan likuiditas perusahaan serta memanfaatkan *idle cash* dan perencanaan kas. Manajer keuangan harus mampu untuk mengelola uang yang masuk ke perusahaan dan uang yang dikeluarkan (Sudana, 2019).

Selama perusahaan beroperasi terdapat dua macam aliran kas yaitu aliran kas masuk (*cash inflow*) yang merupakan uang kas yang masuk ke penerimaan perusahaan, misalnya perolehan pendapatan baik berupa hasil penjualan atau laba perusahaan. Uang kas masuk dapat pula diperoleh dari bunga yang diperoleh dari hasil investasi atau pendapatan di luar usaha serta dapat pula diperoleh dari pinjaman pihak lain ataupun dana dan hibah. Sementara aliran kas keluar (*cash out flow*) merupakan uang yang dikeluarkan perusahaan untuk membiayai operasi perusahaan seperti untuk membeli bahan baku, membayar gaji, upah, pajak, atau biaya operasional lainnya. Uang keluar dapat berupa sejumlah uang yang digunakan untuk melakukan investasi baik berkaitan dengan bidang usaha maupun tidak (Sudana, 2019).

Dua model kas yang terkenal dikemukakan oleh Baumol dan Miller & Orr. Model kas Baumol disebut juga sebagai model persediaan, menurutnya pemakaian persediaan memiliki kemiripan dengan kebutuhan kas dalam suatu perusahaan. Miller dan Orr mengembangkan model manajemen kas pada tahun 1966 dengan memasukkan proses pola yang tidak teratur atas perubahan-perubahan saldo kas yang terjadi secara periodik. Miller and Orr mengasumsikan bahwa aliran kas

masuk dan keluar tidak konstan (berfluktuasi). Miller and Orr menentukan batas pengendalian atas dan batas pengendalian bawah serta saldo kas yang ditargetkan.

2. Cash Holdings

Weygandt *et al.* (2016) mendefinisikan kas sebagai aset lancar yang paling mudah dicairkan karena tidak memerlukan waktu lama untuk mengonversi dan dapat digunakan kapan saja. Hal ini dikarenakan kas merupakan aset yang sewaktu-waktu dapat diubah menjadi jenis aset lain. Kas adalah alat tukar standar untuk mengukur dan menghitung semua item lainnya. Perusahaan biasanya mengklasifikasikan kas sebagai aset lancar. Sebagai aset yang paling likuid, konsep likuiditas sangat penting ketika menganalisis laporan keuangan. Oleh karena itu, menurut konsep likuiditas, *cash holdings* didefinisikan sebagai jumlah kas atau setara kas yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat bertambah dalam jangka waktu tertentu. *Cash holdings* merupakan kas yang paling likuid dengan jatuh tempo yang pendek dan dapat dengan cepat dijadikan sebagai jaminan tunai, dan tidak akan menghadapi risiko perubahan nilai yang besar. Sumber lain yang dapat dikatakan sejajar dengan kas adalah investasi apabila memiliki batas daluwarsa dalam waktu 3 bulan.

Sementara menurut Gill & Shah (2012), menjelaskan bahwa *cash holdings* adalah kas yang dipegang oleh perusahaan sebagai uang tunai ditangan atau di investasikan pada asset lancar dan membagikannya kepada investor. Pengelolaan jumlah kas perusahaan merupakan hal yang menjadi perhatian khusus bagi perusahaan, mengingat tidak mudah untuk menentukan jumlah kas yang sesuai untuk kegiatan operasional perusahaan. Berdasarkan penelitian Hendrawaty & M. Se (2015) rasio *cash holdings* di perusahaan publik non keuangan di Indonesia sama dengan rata-rata rasio cash holding perusahaan di negara anggota ASEAN yaitu berkisar 9,8%–13,1%, sementara menurut H.G. Guthmann dalam Riyanto, (2010), menyatakan bahwa jumlah kas yang ada di dalam perusahaan yang *well finance* hendaknya tidak kurang dari 5% sampai 10% dari jumlah aktiva lancar. Manajer keuangan harus mencapai keseimbangan antara memegang terlalu banyak atau terlalu sedikit uang tunai.

3. Motif Cash Holdings

Menurut Keynes terdapat beberapa motif perusahaan memegang kas, antara lain (Wulandari & Setiawan, 2019):

a. *Transaction Motive*

Transaction motive atau motif transaksi dimaksudkan bahwa perusahaan menahan kas untuk membiayai transaksi yang terjadi dalam kegiatan operasional perusahaan seperti pembayaran gaji dan upah, pembelian bahan baku, biaya administrasi, pembayaran pajak, tagihan, dividen dan sebagainya. Penelitian ini menggunakan variabel *leverage* untuk diteliti dalam mewakili motif transaksi. Alasan variabel tersebut dipilih karena perusahaan harus rutin melakukan pembayaran utang pada pihak debitur.

b. *Precaution Motive*

Precaution motive atau motif kehati-hatian diartikan bahwa perusahaan memiliki *cash holdings* untuk mengantisipasi kejadian yang tidak terduga. Hal yang tidak diduga tersebut bisa berupa kondisi makro ekonomi, kecelakaan yang tidak diinginkan atau kesulitan keuangan. Motif ini juga menjelaskan bahwa pentingnya *cash holdings* dalam memanfaatkan peluang investasi. Opler *et al.* (1999) menjelaskan motif pencegahan untuk memegang uang tunai dapat terjadi karena perusahaan menghadapi kekurangan arus kas yang kemudian dapat menghalangi perusahaan untuk berinvestasi dalam proyek yang menguntungkan jika perusahaan tidak memiliki aset likuid. Kesulitan tersebut bisa disebabkan oleh volatilitas kas yang tinggi karena dapat timbul masalah kesulitan keuangan. Motivasi untuk memegang aset likuid ini dijadikan sebagai motif pencegahan untuk memegang uang tunai.

Gu & Sun dalam Ye (2018) menjelaskan hubungan antara kepemilikan kas perusahaan dan risiko arus kas, hasil penelitian empiris menunjukkan bahwa ketika perusahaan terkena kendala pembiayaan, terdapat korelasi positif yang signifikan antara risiko arus kas dan kepemilikan kas. Artinya, semakin tinggi risiko arus kas, maka semakin tinggi pula tingkat cash holding perusahaan, yang juga mendukung motivasi kehati-hatian dalam memegang kas. Atas hasil pemaparan teoritis tersebut penelitian ini menggunakan variabel *cash flow volatility* untuk diteliti dalam mewakili motif kehati-hatian. Pada penelitian

yang dilakukan oleh Bates *et al.* di tahun 2009 menjelaskan bahwa *capital expenditure* dapat memproksikan peluang investasi. Perusahaan yang melakukan belanja modal berupa aset tetap tentu akan meningkatkan kapasitas mereka untuk memperoleh pendanaan yang tentunya akan memperkecil kebutuhan mereka akan sejumlah kas perusahaan (Setiawan & Rachmansyah, 2019). Pengeluaran modal atau investasi yang lebih tinggi akan menggunakan kas untuk tujuan ini sehingga akan memiliki lebih sedikit sumber daya internal dan mengakumulasi lebih sedikit kas.

c. *Speculation Motive*

Speculation motive atau motif spekulasi yaitu perusahaan akan menggunakan kas untuk peluang investasi baru yang dianggap dapat menguntungkan bagi perusahaan. Menurut Keynes (1936) dalam motif spekulasi perusahaan akan membutuhkan uang tunai yang lebih apabila untuk menanggapi perubahan tingkat bunga seperti yang diberikan oleh perubahan harga obligasi dan utang. Motif spekulasi menonjolkan fungsi uang tunai sebagai penyimpan nilai. Ketika perusahaan memperkirakan perekonomian atau harga aset akan menurun di masa depan, mereka akan menghemat uang tunai dan menangkap peluang investasi tersebut. Begitu juga sebaliknya, jika perusahaan memperkirakan perekonomian atau harga aset akan naik di masa depan, mereka akan menginvestasikan kas dalam aset dan menikmati keuntungan dari kenaikan harga aset tersebut. Oleh karena itu, peluang investasi dan harga aset adalah penentu utama dalam keputusan apakah perusahaan harus menyimpan uang tunai saat ini (Hou & Liu, 2020).

Literatur terbaru menunjukkan bahwa kepemilikan kas perusahaan biasanya ditentukan dan dipengaruhi oleh *trade off theory* (Tripathy & Uzma, 2020):

a. *Trade Off Theory*

Teori *trade-off* menunjukkan bahwa perusahaan menetapkan tingkat *cash holding* yang optimal dengan mempertimbangkan antara biaya dan manfaat dari memegang uang tunai atau aset likuid lainnya. Dikatakan bahwa perusahaan cenderung memegang lebih banyak uang berdasarkan dua pertimbangan, yaitu motif minimalisasi biaya transaksi atau motif berjaga-jaga (Uyar & Kuzey, 2014).

Teori *trade-off* percaya bahwa untuk mencapai tingkat kepemilikan kas optimal, perusahaan dapat membandingkan manfaat uang kas yang digunakan dengan biaya memegang uang kas. Dengan cara ini, akan ada dua biaya utama yang tergantung pada manajer perusahaan. Jika keputusan manajer perusahaan adalah untuk kepentingan pemegang saham, maka biaya yang dikeluarkan adalah pengembalian kas yang dimiliki relatif kecil dibandingkan dengan investasi dengan risiko yang sama. Jika keputusan manajer menggunakan *cash holdings* sebagai sarana untuk meningkatkan pengendalian asetnya, maka biaya yang dikeluarkan adalah biaya keagenan, yang akan mengeluarkan biaya yang lebih besar. Berdasarkan teori ini, ketika nilai marjinal pendapatan lebih besar dari nilai marjinal biaya, perusahaan dapat memperoleh titik *cash holdings* yang optimal (Al-Najjar, 2013).

Menurut Ogundipe *et al.* (2012), memegang kas dapat bermanfaat bagi kegiatan perusahaan. Pada dasarnya, perusahaan memilih untuk menahan kas daripada menggunakan dana eksternal untuk kegiatan perusahaan. Manfaat menahan dana dapat membantu perusahaan memenuhi kebutuhan yang tidak terduga. Memegang kas dapat menciptakan situasi yang kondusif bagi kegiatan perusahaan, salah satunya adalah sebagai penyangga situasi keamanan internal perusahaan dan membantu menghindari biaya pengumpulan dana eksternal atau likuidasi aset yang ada.

b. *Pecking Order Theory*

Teori *Pecking Order* dikemukakan oleh Myers dan Majluf pada tahun 1984. Teori ini memberikan penjelasan tentang perilaku pembiayaan perusahaan yang dikelola sedemikian rupa sehingga perusahaan memiliki kecenderungan untuk mengandalkan sumber dana internal mereka dibandingkan dana eksternal. Teori ini juga menjelaskan bahwa perusahaan tidak menargetkan tingkat *cash holdings*. Berlawanan dengan *trade off theory* yang menetapkan tingkat *cash holdings* yang optimal, *pecking order theory* mengasumsikan bahwa teori ini tidak ada tingkat kepemilikan kas yang optimal, namun kas memainkan peran penting sebagai penyangga antara laba ditahan dan permintaan investasi. Oleh sebab itu, menyimpan kas dalam jumlah banyak dilakukan oleh perusahaan yang memiliki

peluang investasi tinggi, terutama bagi mereka yang mengalami kesulitan dalam mencari dana eksternal (Uyar & Kuzey, 2014). Ketika laba ditahan tidak cukup untuk mendanai investasi saat ini, perusahaan akan menggunakan akumulasi kepemilikan kasnya dan menerbitkan hutang baru jika diperlukan, dan apabila terjadi sedikit masalah pada solvabilitasnya, mereka akan menerbitkan sekuritas untuk mendanai investasinya (Guizani, 2017).

4. Faktor-faktor yang Memengaruhi *Cash Holding*

Berdasarkan penelitian yang dilakukan sebelumnya, berikut ini adalah beberapa faktor yang memengaruhi *cash holdings* diantaranya *leverage* (Aftab *et al.*, 2018; Guizani, 2017; Maheshwari & Rao, 2017), *cash flow volatility* (Diaw, 2021; Guizani, 2017; Sethi & Swain, 2019), *capital expenditure* (Aftab *et al.*, 2018; Maheshwari & Rao, 2017; Wasiuzzaman, 2014), tingkat suku bunga (Bayyurt & Nizaeva, 2016; Gao *et al.*, 2017; Stone *et al.*, 2018).

a. *Leverage*

Leverage menurut Gitman *et al.* (2015) adalah penggunaan aset atau dana yang memiliki biaya tetap dengan harapan dapat meningkatkan tingkat pengembalian bagi pemegang saham. Dalam konteks keuangan perusahaan, *leverage* sering kali merujuk pada penggunaan utang untuk membiayai aset perusahaan. *Leverage* dapat menguntungkan jika tingkat pengembalian dari aset yang dibiayai utang lebih tinggi daripada biaya utang itu sendiri, tetapi juga meningkatkan risiko keuangan perusahaan.

Leverage mempengaruhi biaya operasional dengan menambahkan biaya tetap ke struktur biaya perusahaan. Ketika perusahaan menggunakan *leverage*, terutama melalui utang, perusahaan harus membayar biaya bunga tetap, terlepas dari kinerja operasionalnya. Ini berarti semakin tinggi *leverage*, semakin besar beban biaya tetap yang harus ditanggung perusahaan, yang dapat mempengaruhi profitabilitas operasional. Namun, jika *leverage* digunakan dengan bijak dan investasi yang dibiayai utang menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi dari biaya utang, perusahaan dapat meningkatkan laba bersihnya. Sebaliknya, jika pengembalian

tidak mencukupi, *leverage* dapat memperburuk kerugian operasional dan meningkatkan risiko keuangan perusahaan (Gitman *et al.* 2015)

b. *Cash Flow Volatility*

Arus kas (*cash flow*) adalah arus kas operasi masa depan yang diperoleh dari arus kas masuk operasi dan arus kas keluar operasi untuk mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan. Volatilitas adalah fluktuasi atau pergerakan dari satu periode ke periode lainnya. Volatilitas arus kas adalah indeks penyebaran arus kas, atau penyebaran distribusi arus kas perusahaan. Teori *trade-off* menyatakan bahwa volatilitas yang lebih tinggi dalam arus kas berarti perusahaan akan lebih mungkin mengalami kehabisan uang tunai. Karena krisis uang tunai membebani banyak biaya pada perusahaan, seperti biaya kebangkrutan, mengabaikan proyek yang menguntungkan, memegang uang tunai dapat memberikan penyangga dalam situasi seperti itu (Sethi & Swain, 2019). Sama halnya menurut *pecking order theory* bahwa perusahaan dengan tingkat *cash flow* yang tinggi perusahaan akan meningkatkan *cash holdings* karena perusahaan akan lebih dulu menggunakan dana internalnya dibandingkan dana dari luar (Ozkan & Ozkan, 2004).

c. *Capital Expenditure*

Perusahaan dalam melaksanakan aktivitas operasinya membutuhkan investasi barang modal berupa aset nyata seperti pabrik, mesin, peralatan, dan aset berwujud lainnya untuk menghasilkan setiap unit penjualan dalam jangka panjang. Pengeluaran modal (*capital expenditure*) mengacu pada penggunaan dana oleh suatu perusahaan untuk membeli atau meningkatkan investasi dalam aset fisik seperti bangunan, mesin dan peralatan dengan manfaat ekonomi dalam rangka meningkatkan kapasitas produksi perusahaan atau melaksanakan proyek investasi perusahaan yang dapat meningkatkan kapasitas produksi dan keuntungan jangka panjang bagi perusahaan, investasi melalui *capital expenditure* diperlukan bagi perusahaan untuk terus tumbuh dan memiliki nilai dihadapan publik (Amalia *et al.*, 2018).

Perusahaan yang mengalami peningkatan produktivitas dalam produksi akan membutuhkan dana dalam waktu yang cepat untuk memenuhi kebutuhan tersebut

agar penerimaan perusahaan dapat maksimal. Hal tersebut menggambarkan ada kebutuhan mendadak untuk berinvestasi karena peningkatan produktivitas, maka hal ini menimbulkan biaya investasi lebih tinggi yang sifatnya segera sehingga akan mengurangi kapasitas kas dan tabungan kas pun akan lebih rendah (Wasiuzzaman, 2014).

d. Suku Bunga Bank Indonesia

Suku bunga acuan Bank Indonesia atau BI Rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Dalam mengendalikan kestabilan nilai Rupiah, Bank Indonesia mempunyai hak dalam menetapkan jumlah besaran instrumen kebijakan moneter. Bank Indonesia juga menetapkan suku bunganya sendiri atau yang lebih dikenal dengan BI Rate. *BI Rate* merupakan suku bunga acuan dalam suatu perbankan di Indonesia. *BI Rate* juga berfungsi sebagai *reference rate* dalam mengendalikan kebijakan moneter dalam mengatasi inflasi di Indonesia (Bank Indonesia, 2023).

B. Penelitian Terdahulu

Sebelum melakukan penelitian ini penulis melakukan kajian dan mempelajari lebih dalam terhadap penelitian-penelitian terdahulu yang relevan dengan topik yang diangkat oleh penulis. Berikut ini adalah ringkasan penelitian-penelitian terdahulu yang dijadikan rujukan pada penelitian ini:

Tabel 3. Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel	Hasil
1	Diaw (2021)	Independen: <i>leverage, capital expenditure, cash flow volatility</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Hasil pengolahan data pada metode OLS menunjukkan bahwa <i>leverage</i> , dan <i>capital expenditures</i> memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>cash holdings</i> , dan <i>cash flow volatility</i> tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap <i>cash holdings</i> . Sementara itu dengan menggunakan metode pengolahan data GMM menunjukkan bahwa <i>cash flow volatility</i> berpengaruh positif dan

No	Peneliti	Variabel	Hasil
			signifikan dalam mempengaruhi <i>cash holdings</i> .
2	Tripathy & Uzma (2020)	Independen: <i>debt, capital expenditures</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Variabel independen <i>debt</i> signifikan pada tingkat signifikansi 5% dan memiliki pengaruh negatif pada kas. <i>Capital expenditures</i> ditemukan memiliki <i>p value</i> lebih besar dari 10%, sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan kas.
3	Sethi & Swain (2019)	Independen: <i>leverage, cash flow volatility</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Terdapat hubungan positif dan signifikan antara <i>Leverage</i> dalam mempengaruhi <i>cash holdings</i> . Sementara itu, tidak terdapat pengaruh antara <i>cash flow volatility</i> terhadap <i>cash holdings</i> .
4	Setiawan & Rachmansyah (2019)	Independen: <i>leverage, capital expenditure</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Ditemukan dampak negatif dan signifikan antara <i>capital expenditure</i> dan <i>cash holdings</i> . Variabel <i>leverage</i> mengindikasikan tidak ada pengaruh terhadap <i>cash holdings</i> .
5	Kusumawati & Mardiaty (2019)	Independen: <i>leverage, BI rate</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Sesuai dengan <i>pecking order theory</i> penelitian ini menunjukkan hubungan negatif signifikan antara <i>leverage</i> dan <i>cash holdings</i> . Dan terdapat hubungan positif signifikan antara <i>BI rate</i> dan <i>cash holdings</i> .
6	Romadhoni et al. (2019)	Independen: <i>leverage, BI rate</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan antara suku bunga <i>BI rate</i> dan <i>cash holding</i> , sedangkan hasil penelitian menunjukkan tidak adanya pengaruh signifikan antara <i>leverage</i> dan <i>cash holding</i>
7	Aftab et al. (2018)	Independen: <i>leverag, capital expenditure</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	<i>Leverage</i> ditemukan memiliki pengaruh negatif terhadap <i>cash holdings</i> dan sesuai dengan teori <i>pecking order</i> . <i>Capital expenditure</i> berpengaruh positif dan signifikan, namun temuan tersebut bertolak belakang dengan teori <i>packing order</i> .
8	Stone et al. (2018)	Independen: <i>interest rates</i>	Penelitian yang dilakukan di Amerika Serikat menggunakan Federal Fund

No	Peneliti	Variabel	Hasil
		Dependen: <i>cash holdings</i>	Rates berpengaruh positif terhadap <i>cash holdings</i> perusahaan.
9	Gao <i>et al.</i> (2017)	Independen: <i>interest rates</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	<i>interest rates</i> berpengaruh negatif terhadap <i>cash holdings</i>
10	Guizani (2017)	Independen: <i>leverage, capital expenditure, cash flow volatility</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Hasil dengan menggunakan <i>static panel model</i> diketahui bahwa <i>cash flow volatility</i> memiliki pengaruh positif signifikan, sementara <i>leverage</i> dan <i>capital expenditure</i> memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap <i>cash holdings</i> . Hasil dengan <i>dynamic GMM model</i> diketahui bahwa <i>leverage</i> dan <i>capital expenditure</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>cash holdings</i> , sementara <i>cash flow volatility</i> berpengaruh signifikan hanya pada perusahaan petrokimia.
11	Maheshwari & Rao (2017)	Independen; <i>capital expenditure, leverage</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Terdapat hubungan yang positif dan kuat antara peluang investasi dengan kepemilikan kas yang mendukung teori <i>trade off</i> dan <i>pecking order</i> . <i>Capital expenditure</i> dan <i>leverage</i> memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>cash holdings</i> .
12	Bayyurt & Nizaeva (2016)	Independen: <i>leverage, capital expenditure, interest rate</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Pengaruh negatif <i>leverage</i> terhadap <i>cash holdings</i> perusahaan ditemukan pada tingkat signifikan 5%. Sejalan dengan asumsi teori <i>pecking order</i> , ditemukan pengaruh negatif dan signifikan <i>capital expenditure</i> terhadap <i>cash holdings</i> perusahaan bahwa perusahaan menghabiskan sumber dayanya untuk belanja modal sebelum mengumpulkan dana eksternal. Terdapat hubungan positif antara variabel <i>interest rate</i> dan <i>cash holdings</i> pada tingkat signifikan 5%, hubungan positif tersebut terjadi karena suku bunga merupakan peningkatan biaya pendanaan eksternal dan perusahaan lebih memilih menyimpan uang tunai.

No	Peneliti	Variabel	Hasil
12	Shabbir <i>et al.</i> (2016)	Independen: <i>cash flows volatility, leverage</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	<i>Cash flows volatility</i> memiliki pengaruh positif signifikan terhadap keputusan <i>cash holdings</i> perusahaan dari perusahaan non-keuangan, <i>leverage</i> memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>cash holdings</i> .
13	Mesfin (2016)	Independen: <i>leverage, capital expenditure</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Terdapat pengaruh negatif signifikan <i>capital expenditure</i> terhadap <i>cash holdings</i> . Namun, <i>leverage</i> tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap <i>cash holdings</i> walaupun pada tingkat <i>alpha</i> 10%.
14	Wasiuzzaman (2014)	Independen: <i>Cash flow volatility, capital expenditure, leverage</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	<i>Leverage</i> dan <i>capital expenditure</i> memiliki pengaruh negatif dan signifikan. Efek negatif dari <i>leverage</i> dan <i>capital expenditure</i> pada kepemilikan kas perusahaan konsisten dengan prediksi <i>pecking order theory</i> Sedangkan, <i>cash flow volatility</i> tidak memiliki pengaruh terhadap <i>cash holdings</i> .
15	Uyar & Kuzev (2014)	Independen: <i>Cash flow volatility, capital expenditure, leverage.</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	<i>Capital expenditure</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>cash holdings</i> pada tingkat <i>alpha</i> 1% dengan menggunakan metode GMM, pengaruh <i>leverage</i> pada <i>cash holdings</i> ditemukan signifikan dan negatif pada metode GMM pada tingkat <i>alpha</i> 0,1%. Sementara itu, <i>cash flow volatility</i> tidak memiliki pengaruh terhadap <i>cash holdings</i> .
16	Jinkar R (2013)	Independen: <i>capital expenditure, leverage,</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Variabel <i>leverage</i> terbukti secara signifikan memiliki hubungan negatif dengan kebijakan <i>cash holding</i> perusahaan. Sementara itu, variabel <i>capital expenditure</i> tidak secara signifikan mempengaruhi kebijakan perusahaan di Indonesia
17	Chen & Mahajan (2008)	Independen: <i>interest rates</i> Dependen: <i>cash holdings</i>	Salah satu faktor makro ekonomi yaitu suku bunga ternyata berpengaruh positif dan kuat terhadap keputusan <i>cash holdings</i> perusahaan non keuangan.

C. Kerangka Pemikiran

Cadangan kas (*cash holdings*) memiliki peran yang penting bagi Perusahaan guna menjaga kestabilan perusahaan. Cadangan kas harus dikelola sedemikian rupa pada tingkat yang seoptimal mungkin agar rasio nya tidak terlalu besar maupun terlalu kecil. Pengambilan keputusan perusahaan melakukan *cash holding* atau tidak dipengaruhi beberapa faktor. Pada penelitian ini, faktor yang digunakan sebagai variabel independen adalah, *leverage*, *cash flow volatility*, *capital expenditure*, dan suku bunga BI terhadap keputusan *cash holdings*.

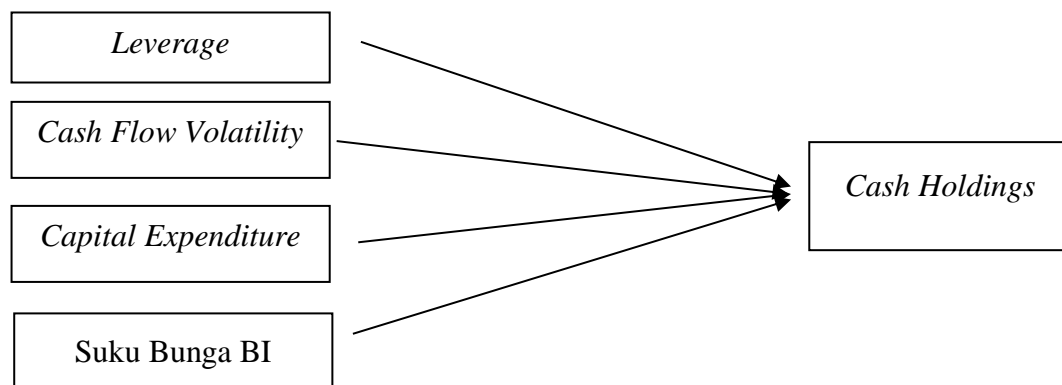
Leverage adalah salah satu tolok ukur untuk mengetahui tingkat utang suatu perusahaan. Kas biasanya digunakan untuk melunasi utang yang akan jatuh tempo dalam waktu dekat. Maka, apabila *leverage* suatu perusahaan tinggi kemungkinan cadangan kas suatu perusahaan akan rendah dikarenakan kewajiban untuk membayar cicilan utang ditambah bunga atas utang yang dimiliki (Afif & Prasetiono, 2016). Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Diaw (2021) pada perusahaan minyak di negara arab menemukan pengaruh negatif *leverage* terhadap *cash holdings*, begitu juga dengan penemuan yan dilakukan oleh Tripathy & Uzma (2020), Aftab *et al.* (2018), dan Kusumawati & Mardiaty (2019) yang menemukan pengaruh negatif *leverage* dan *cash holdings*.

Arus kas perusahaan yang tersedia merupakan salah satu sumber dana internal. Hal ini dikarenakan arus kas positif yang dihasilkan perusahaan dapat digunakan untuk mendanai kegiatan perusahaan. *Cash flow volatility* merupakan fluktuasi arus kas perusahaan. Perusahaan dengan arus kas yang fluktuatif cenderung akan menghadapi masalah likuiditas dan kekurangan kas. Oleh karena itu, fluktuasi arus kas tersebut akan mempengaruhi keputusan kebijakan *cash holdings* perusahaan. Perusahaan dengan arus kas yang tidak stabil memiliki kesempatan untuk membelanjakan uang tunai sekaligus dalam satu waktu. Ada beberapa biaya yang dapat menyebabkan perusahaan kehabisan uang, seperti biaya kebangkrutan. Dalam hal ini, akan lebih baik jika perusahaan menyimpan lebih banyak uang tunai. Sejalan dengan pendapat Shabbir *et al.* (2016) bahwa perusahaan dengan risiko arus kas yang lebih besar harus memiliki lebih banyak uang untuk mencegah apabila perusahaan harus mengeluarkan biaya yang lebih pada situasi sulit.

Penelitian Bates *et al* yang dilakukan pada 2009 berpendapat bahwa belanja modal dapat digunakan sebagai proksi untuk biaya kesulitan keuangan dan/atau peluang investasi, yang mengarah ke hubungan positif. Penelitian Setiawan & Rachmansyah (2019) menemukan hubungan negatif antara *capital expenditure* dan *cash holdings*. Penelitian ini menyebutkan bahwa menurut teori *pecking order*, perusahaan dengan pengeluaran modal atau investasi yang lebih tinggi akan menggunakan kas atau aset likuid untuk tujuan ini dan dengan demikian perusahaan akan memiliki lebih sedikit sumber daya internal dan mengumpulkan lebih sedikit kas. Hubungan negatif antara *capital expenditure* dan *cash holdings* juga ditemukan dalam penelitian Uyar & Kuzey (2014) dan Maheshwari & Rao (2017).

Besarnya suku bunga BI dapat memengaruhi tingkat suku bunga kredit dan deposito. Hal ini dapat memberikan pilihan pada perusahaan apakah ingin berinvestasi atau mengumpulkan kas. Selain memengaruhi suku bunga kredit dan deposito, besaran suku bunga BI juga dapat memicu inflasi menyebabkan kenaikan harga bahan baku yang dibutuhkan perusahaan sehingga aktivitas produksi perusahaan terganggu (Kusumawati & Mardiaty, 2019). Di sisi lain, kenaikan tingkat suku bunga juga dapat menyebabkan perusahaan menimbun uang tunai, karena hal ini menunjukkan peningkatan biaya pinjaman dan perusahaan lebih memilih menggunakan uang mereka sendiri daripada membayar bunga yang lebih tinggi (Bayyurt & Nizaeva, 2016).

Dari uraian tentang latar belakang penelitian, rumusan dan identifikasi masalah, tujuan penelitian, kajian pustaka serta hasil penelitian-penelitian sebelumnya maka kerangka pikir penelitian ini dapat dilihat pada gambar dibawah ini:



Gambar 1. Kerangka Pikir Penelitian

D. Pengembangan Hipotesis

Leverage merupakan kemampuan perusahaan untuk memanfaatkan aset dan dana berbiaya tetap guna meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung menyimpan lebih sedikit uang tunai karena perusahaan harus melakukan pembayaran atas operasional yang dilakukan dan karena adanya potensi tekanan finansial (Al-Najjar, 2013). *Leverage* diukur dengan membagi utang dengan total aset. Penelitian Diaw (2021), Sethi & Swain (2019), Guizani (2017), Maheshwari & Rao (2017) menemukan bahwa *leverage* mempunyai hubungan yang negatif terhadap *cash holdings*. Berdasarkan teori dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya maka dapat ditarik hipotesis (H1) sebagai berikut:

H1 = *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*

Menurut Brigham & Houston (2011) *cash flow* merupakan arus kas masuk operasi perusahaan dengan pengeluaran yang dibutuhkan untuk mempertahankan arus kas operasi perusahaan dimasa yang akan datang. Volatilitas arus kas menggambarkan ketidakpastian atau fluktuasi dana internal. Semakin besar ketidakpastian ini, semakin diperlukan untuk menciptakan cadangan kas, ini menyiratkan hubungan positif antara kepemilikan kas perusahaan dan volatilitas arus kas. Teori *trade-off* menyatakan bahwa volatilitas yang lebih tinggi dalam arus kas berarti lebih banyak peluang kekurangan kas pada setiap titik waktu. Karena kekurangan kas membawa banyak biaya ke perusahaan seperti biaya kebangkrutan, meninggalkan proyek yang menguntungkan dan lain-lain. Kepemilikan kas menyediakan penyangga dalam kasus seperti itu. Oleh karena itu, proposisi ini menunjukkan hubungan positif antara volatilitas arus kas dan kepemilikan kas (Sethi & Swain, 2019).

H2 = *Cash flow volatility* berpengaruh positif terhadap *cash holdings*.

Setiap perusahaan pasti akan melakukan inovasi untuk mengembangkan usahanya. Ketika kebutuhan tersebut tiba yaitu untuk melakukan investasi maka perusahaan harus siap dengan biaya yang akan ditimbulkan agar proses pengembangan usaha atau investasi tersebut berjalan dengan lancar. Cadangan kas

yang dimiliki oleh perusahaan akan banyak digunakan untuk mencukupi pengerjaan atau menjaga kelangsungan proses tersebut. Berdasarkan argumen tersebut, penelitian ini didasari pada keyakinan bahwa ada hubungan negatif antara *capital expenditure* dengan keputusan *cash holdings* perusahaan. Temuan empiris yang membuktikan adanya hubungan negatif antara *capital expenditure* dengan keputusan *cash holdings* ditemukan oleh (Diaw, 2021; Guizani, 2017; Setiawan & Rachmansyah, 2019).

H3 = *Capital expenditure* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*.

Suku bunga merupakan faktor yang penting dalam suatu perekonomian, Langkah penetapan suku bunga acuan yang dibuat oleh Bank Indonesia (BI) ini bisa menentukan perekonomian suatu negara yang juga tentunya akan mempengaruhi keputusan perusahaan dalam menetapkan kebijakan *cash holdings*. Suku bunga erat kaitannya dengan suku bunga pinjaman dan investasi bagi perusahaan. Fluktuasi dalam tingkat suku bunga dapat mempengaruhi keputusan perusahaan tentang tingkat utang yang akan diambil. Ketika tingkat suku bunga tinggi, biaya untuk meminjam uang akan meningkat, begitu juga sebaliknya. Sehingga apabila tingkat suku bunga diprediksi akan mengalami penurunan, perusahaan dapat lebih mudah memperoleh dana dari pasar keuangan, dan tidak perlu menahan kas dalam jumlah yang banyak (Bayyurt & Nizaeva, 2016) . Temuan empiris yang membuktikan adanya hubungan positif antara suku bunga dan *cash holdings* ditemukan oleh Stone *et al.* (2018), Kusumawati & Mardiati (2019), dan Chen & Mahajan (2008).

H4= Suku bunga BI berpengaruh positif terhadap *cash holdings*.

III. METODE PENELITIAN

A. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang bersifat runtun waktu (*time series*) pada tahun 2015 sampai dengan 2021. Suliyanto (2011) membagi data menjadi dua bagian, yaitu data primer dan data sekunder. Data primer adalah data yang diolah lebih lanjut dan disajikan dalam bentuk tabel atau grafik sederhana oleh pengumpul data asli atau pihak lain. Data sekunder adalah data yang diperoleh secara tidak langsung dari sumber pertama, yang disusun dalam bentuk data laporan berupa dokumen tertulis.

Penelitian ini menggunakan data panel yaitu merupakan data kombinasi dari data *time series*, dan data *cross-sectional* didefinisikan sebagai data yang dikumpulkan dari beberapa objek selama periode waktu tertentu (Suliyanto, 2011). Sumber data yang digunakan adalah situs resmi Bursa Efek Indonesia dan perusahaan BUMN yang tercatat di BEI.

B. Jenis Penelitian

Penelitian ini masuk ke dalam jenis penelitian *eksplanatory research*, menurut Sugiyono (2018), *eksplanatory research* biasanya dilakukan untuk menguji hipotesis berdasarkan data masa lalu atau teori yang ada. Penelitian yang dilakukan hanya bersifat eksploratif, yaitu berusaha menemukan gagasan atau hubungan sehingga penelitian didasarkan pada hubungan kausal antara variabel - variabel penelitian. Tujuan pengujian hipotesis adalah untuk menjelaskan hubungan sebab akibat antara variabel-variabel penelitian melalui hipotesis yang telah ditetapkan yaitu pengujian variabel yang terdiri dari, *leverage*, *cash flow volatility*, *capital expenditure*, dan suku bunga BI terhadap variabel dependen *cash holdings* dengan membangun hipotesis-hipotesis yang dijelaskan pada Bab II.

C. Populasi dan Sampel

Menurut (Sugiyono, 2018), populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek atau subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk mempelajari dan kemudian ditarik kesimpulan. Sementara sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik populasi. Jika kelompoknya besar dan peneliti tidak dapat mempelajari semua isi dalam kelompok, misalnya karena keterbatasan dana, tenaga, dan waktu, peneliti dapat menggunakan sampel yang diambil dari kelompok tersebut.

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 sampai 2021 sebanyak 19 perusahaan. Teknik dalam pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* yaitu teknik yang digunakan dalam menentukan sampel agar mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015-2021.

Tabel 4. Penentuan Sampel

No	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1	BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015-2021	19
2	BUMN yang bergerak dibidang perbankan	4
3	Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	15

D. Definisi Operasional Variabel

1. Variabel Dependen

Variabel dependen adalah variabel terikat yang dipengaruhi oleh pergerakan variabel bebas. Variabel dependen pada penelitian ini adalah:

a. *Cash Holdings*

Cash holdings adalah jumlah kas dan setara kas yang dimiliki atau dipegang oleh perusahaan yang digunakan sebagai dana untuk transaksi, atau dapat dipandu oleh investasi dalam alat likuid dan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Menurut García-Teruel *et al.* (2009) *cash holdings* adalah rasio keuangan yang membandingkan kas dan setara kas perusahaan

dengan total aset perusahaan. Rumus untuk menghitung *cash holdings* adalah (Diaw, 2021; Guizani, 2017; Sethi & Swain, 2019; Simanjuntak, S. F., & Wahyudi, 2017):

$$\text{Cash holdings} = \frac{\text{Total cash and equivalents}}{\text{Total Assets} - \text{Total Cash and Equivalents}}$$

2. Variabel Independen

a. *Leverage*

Gitman & Zutter (2015) menyatakan bahwa *leverage* mengukur proporsi total aset yang dimiliki oleh perusahaan yang dibiayai oleh utang. Semakin besar rasio *leverage*, semakin banyak dana yang harus digunakan pihak eksternal untuk menghasilkan keuntungan. *Leverage* dapat dihitung dengan rumus berikut (Sethi & Swain, 2019; Aftab *et al.*, 2018; Guizani, 2017; Mesfin, 2016):

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Assets}}$$

b. *Cash flow Volatility*

Cash flow volatility adalah pergerakan arus kas dari waktu ke waktu. *Cash flow* yang *volatile* mengindikasikan bahwa ketidakpastian akan pendapatan bisnisnya sangat tinggi, ketidakpastian tersebut berpotensi untuk mendapatkan risiko keuangan, seperti biaya kebangkrutan (Gustira *et al.*, 2018). *Cashflow volatility* diukur dengan standar deviasi volatilitas arus kas perusahaan dari aktivitas operasi selama periode waktu tertentu. Dalam penelitian ini *cash flow volatility* dihitung dengan (Sethi & Swain, 2019):

$$\text{Cash flow volatility} = \frac{\text{Standard Deviasi from Operation Cash Flow}}{\text{Total Assets}}$$

c. *Capital Expenditure*

Capital expenditure adalah biaya yang dikeluarkan untuk meningkatkan kapasitas atau efisiensi aset atau memperpanjang masa manfaat atau penggunaan dana oleh suatu perusahaan untuk membeli atau meningkatkan investasi dalam aset fisik seperti bangunan, mesin dan peralatan dengan manfaat ekonomi dalam rangka meningkatkan kapasitas produksi perusahaan atau melaksanakan proyek investasi (Amalia *et al.*, 2018). *Capital expenditure* diukur dengan perubahan aset tetap bersih dari waktu t-1 ke waktu t terhadap total asset (Aftab *et al.*, 2018).

$$\text{Capital Expenditure} = \frac{\text{Fixed Assets}_t - \text{Fixed Assets}_{t-1}}{\text{Total Assets}}$$

d. Suku Bunga BI

Suku Bunga BI adalah kebijakan Bank Indonesia yang dikeluarkan setiap bulan setelah rapat anggota dewan gubernur untuk mengatur keuangan dengan berkaca pada kondisi perekonomian suatu negara. Kebijakan BI *Rate* merupakan acuan lembaga keuangan atau masyarakat dalam melakukan aktivitas keuangan moneter. Penelitian ini menggunakan BI *rate* pada tahun 2015 sampai tahun 2021 yang datanya bersumber dari Badan Pusat Statistik (bps.go.id).

E. Pengukuran Variabel

Tabel 5. Pengukuran Variabel

Variabel	Indikator	Skala
<i>Cash Holding</i>	$\frac{\text{Total cash and equivalents}}{\text{Total Assets} - \text{Total Cash and Equivalents}}$	Rasio
<i>Leverage</i>	$\frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Assets}}$	Rasio
<i>Cash Flow Volatility</i>	$\frac{\text{Standard Deviasi from Operation Cash Flow}}{\text{Total Assets}}$	Rasio

Variabel	Indikator	Skala
<i>Capital Expenditure</i>	$\frac{\text{Fixed Assets}_t - \text{Fixed Assets}_{t-1}}{\text{Total Assets}}$	Rasio
Suku Bunga BI	BI rate pada tahun 2015 sampai 2021 yang diumumkan oleh Dewan Gubernur BI	Rasio

F. Metode Analisis Data

1. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran secara statistik atas variabel-variabel independen dan variabel dependen dalam penelitian ini. Informasi yang terdapat dalam statistik deskriptif berupa nilai rata-rata (*mean*), nilai minimum, nilai maksimum dan standar deviasi (*standard deviation*).

2. Uji Asumsi Klasik

a. Uji Multikolinearitas

Untuk melihat apakah terdapat korelasi yang tinggi antara variabel bebas dalam model regresi linier berganda digunakan uji multikolinearitas. Multikolinearitas adalah suatu kondisi hubungan linear antara variabel independen yang satu dengan yang lainnya dalam model regresi. Dasar pertimbangan uji multikolinearitas (Widarjono, 2013) adalah sebagai berikut:

1. Jika nilai tolerance $r > 0,8$ persen, maka dapat disimpulkan bahwa ada multikolinearitas antar variabel bebas dalam model regresi.
2. Jika nilai tolerance $r < 0,8$ persen, maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinearitas antar variabel bebas dalam model regresi.

b. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam suatu persamaan regresi terjadi ketidaksamaan varians antara residual dari pengamatan satu ke pengamatan yang lain atau tidak. Peneliti menggunakan Uji White untuk mendeteksi heteroskedastisitas. Uji White dapat dilakukan dengan meregresikan residual kuadrat dengan variabel independent. Adapun kriteria dalam Uji White ini adalah:

1. Jika angka signifikansi lebih besar dari $\alpha > 5\%$ maka tidak terdapat heteroskedastisitas.
2. Jika angka signifikansi lebih kecil dari $\alpha < 5\%$ maka terdapat heteroskedastisitas.

3. Analisis Regresi

Penelitian ini menggunakan regresi linier berganda. Analisis regresi digunakan untuk memprediksi pengaruh beberapa variabel independen terhadap variabel dependen, baik secara parsial atau secara bersamaan. Data yang digunakan adalah data panel yaitu gabungan data *time series* dan *cross section*. Penelitian menggunakan alat analisis yaitu *software* Eviews 10 dengan model persamaan sebagai berikut:

$$CH_t = \alpha + \beta_1 LEV_t + \beta_2 CFV_t + \beta_3 CPX_t + \beta_4 IR_t$$

dimana:

CH = *Cash Holdings*

α = Konstanta

β = Koefisien Regresi

LEV = *Leverage*

CFV = *Cash Flow Volatility*

CPX = *Capital Expenditure*

IR = Suku Bunga BI

4. Uji Kelayakan Model Penelitian

a. Uji F

Untuk mengetahui apakah model regresi dalam penelitian ini signifikan atau tidak dan untuk melihat apakah variabel independen dapat memprediksi dan menjelaskan variabel dependen atau tidak maka perlu dilakukan Uji F. Pada penelitian ini dalam melakukan uji F peneliti menggunakan *Level of Significance* sebesar 5% ($\alpha = 0,05$). Adapun Langkah-langkahnya adalah:

1. Membuat hipotesis sebagai berikut:
 - a. $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$ (model signifikan, variabel independen mampu menjelaskan dan memprediksi variabel dependen)

- b. $H_a : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_k = 0$ (model tidak signifikan, variabel independen tidak mampu menjelaskan dan memprediksi variabel dependen)
2. Keputusan menolak atau menerima H_0 berdasarkan F hitung:
 - a. Jika F hitung $<$ F tabel, maka H_0 diterima
 - b. Jika F hitung $>$ F tabel, maka H_0 ditolak
 3. Keputusan menolak atau menerima H_0 berdasarkan nilai alfa 5%:
 - a. Tolak H_0 jika angka signifikansi lebih besar dari $\alpha > 5\%$
 - b. Terima H_0 jika angka signifikansi lebih kecil dari $\alpha < 5\%$

b. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) bertujuan mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerapkan variabel dependen dengan melihat nilai *adjusted R-square*. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan 1. Nilai R^2 yang kecil dapat diartikan bahwa kemampuan variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat sangat terbatas. Sedangkan nilai yang mendekati 1 berarti bahwa variabel bebas memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel terikat (Ghozali, 2016)

5. Uji Hipotesis

a. Uji T

Uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh individual variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Uji t juga digunakan untuk mengetahui tingkat signifikan koefisien regresi. Prosedur uji t pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Membuat hipotesis:
 - a. $H_0 : \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k = 0$ artinya tidak ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen).
 - b. $H_a : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_k = 0$ artinya terdapat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen).
2. Keputusan menolak atau menerima H_0 berdasarkan t hitung:
 - a. Jika t hitung $<$ t tabel, maka H_0 diterima
 - b. Jika t hitung $>$ t tabel, maka H_0 ditolak

3. Keputusan menolak atau menerima H_0 berdasarkan nilai alfa 5%:
 - a. Tolak H_0 jika angka signifikansi lebih besar dari $\alpha > 5\%$
 - b. Terima H_0 jika angka signifikansi lebih kecil dari $\alpha < 5\%$

V. KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan mengenai Faktor – Faktor Yang Memengaruhi *Cash Holdings* Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2015 – 2021, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Hipotesis satu (H1) pada penelitian ini yang menyatakan bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap *cash holdings* terbukti pada kurun waktu waktu 2015 - 2021. Operasional di BUMN seringkali dibiayai oleh utang. Banyak BUMN yang terlibat dalam proyek-proyek infrastruktur besar atau Proyek Strategis Nasional (PSN). Oleh sebab itu BUMN cenderung memiliki lebih sedikit uang tunai karena kebutuhan uang tunai mereka digunakan untuk keperluan operasional pengembangan proyek dan pembayaran utang.
2. Hipotesis kedua (H2) yang menyatakan *cash flow volatility* memiliki pengaruh positif terhadap *cash holdings* tidak terbukti atau ditolak. Selama kurun waktu penelitian diperoleh bahwa banyak perusahaan memiliki volatilitas yang rendah. Hal tersebut yang menyebabkan variabel ini tidak memiliki pengaruh terhadap *cash holdings* karena perusahaan merasa tidak perlu menahan kas dalam jumlah yang besar.
3. Hipotesis ketiga (H3) tidak terbukti atau ditolak dalam penelitian ini. Hal ini karena tidak terdapatnya pengaruh *capital expenditure* terhadap *cash holdings* BUMN dalam kurun waktu 2015-2021. Belanja modal yang dilakukan oleh BUMN masih sangat rendah, BUMN cenderung mengandalkan pendanaan eksternal atau pinjaman daripada pendanaan internal karena sifat *capital expenditure* sendiri yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan.
4. Hipotesis yang menyatakan terdapat pengaruh positif antara suku bunga BI dan *cash holdings* (H4) terbukti atau diterima. Suku bunga sangat berpengaruh pada jumlah dana eksternal dan *cash holdings* BUMN. Besaran liabilitas dan utang

yang dimiliki oleh BUMN menandakan bahwa BUMN memiliki akses pendanaan eksternal yang mudah. Sehingga besaran suku bunga sangat menentukan. Ketika suku bunga pinjaman rendah, perusahaan yang memiliki rencana pengembangan bisnis akan memanfaatkan peluang ini untuk mengakses biaya dari luar karena pengembalian bunga yang rendah sehingga tidak perlu menyimpan cadangan kas dalam jumlah besar.

5. Dari ketiga motif *cash holdings*, dua diantaranya yaitu motif transaksi dan motif spekulasi dapat mempengaruhi keputusan *cash holding* pada BUMN di Indonesia kurun waktu 2015 – 2021.
 - a. Motif transaksi pada penelitian ini merujuk pada skala operasi yang dimiliki BUMN. Karena skalanya yang besar, BUMN memiliki kewajiban pembayaran yang signifikan dan teratur, seperti gaji karyawan, pembayaran kepada pemasok, dan pembayaran pajak. BUMN yang memiliki kemudahan akses menjangkau pendanaan dari pihak luar tidak perlu menahan kas dalam jumlah yang besar karena pengembangan bisnis yang dilakukan BUMN dapat ditunjang dari dana eksternal.
 - b. Motif spekulasi pada penelitian ini merujuk pada memegang kas untuk mengambil keuntungan dari peluang investasi. BUMN sering kali berada dalam posisi untuk mengeksplorasi peluang investasi strategis, sehingga membutuhkan pendanaan yang besar. Besaran suku bunga menentukan biaya pendanaan yang berasal dari eksternal untuk membiayai investasi ini.
4. Berdasarkan hasil uji F pada penelitian ini, diketahui bahwa seluruh variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *leverage*, *cash flow volatility*, *capital expenditure*, dan suku bunga BI dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan variabel dependen secara signifikan.
5. Berdasarkan uji koefisien determinasi, kemampuan variabel independen yaitu *leverage*, *cashflow volatility*, *capital expenditure*, dan suku bunga BI pada penelitian ini dalam menjelaskan variabel dependen yaitu *cash holdings* pada BUMN adalah sebesar 16,17% dan sisanya sebesar 83,83% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak terdapat pada penelitian ini.

B. Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan, penulis ingin memberikan saran bagi pihak yang berkepentingan sebagai berikut:

1. Bagi Perusahaan

- a. Tingkat liabilitas BUMN diketahui sebesar 69.05% pada tahun 2021 (bumn.go.id, 2024). Ketika rasio solvabilitas melebihi 50%, ini bisa menjadi tanda bahwa perusahaan mungkin terlalu terbebani dengan hutang, oleh sebab itu perusahaan harus menjaga tingkat utangnya agar terhindar dari gagal bayar dengan mengoptimalkan keputusan *cash holdings*.
- b. Bagi manajer keuangan, harap memperhatikan kebijakan perusahaan dalam melakukan *cash holdings* agar kas yang dipegang tidak terlalu besar juga tidak terlalu kecil dan manfaat yang didapatkan lebih besar daripada biaya yang dikeluarkan saat memegang kas. Perusahaan harus mampu mengoptimalkan antara likuiditas di satu pihak dan profitabilitas di lain pihak. Kas yang optimal pada perusahaan merupakan jumlah kas yang tersedia agar disatu sisi operasional tidak terganggu dan disisi lain tidak terjadi penyediaan kas yang terlalu besar (*cash idle*) yang dapat menyebabkan hilangnya kesempatan bagi perusahaan untuk memperoleh pendapatan.

2. Bagi Peneliti

- a. Diharapkan agar peneliti selanjutnya dapat membahas motif *cash holdings* secara mendalam terutama pada motif spekulasi yang belum banyak dibahas oleh peneliti terdahulu.
- b. Penelitian ini masih terbatas oleh beberapa variabel saja, peneliti selanjutnya diharapkan menambah variabel lain yang relevan untuk mengetahui faktor lain yang dapat mempengaruhi *cash holdings* BUMN.
- c. Memfokuskan sampel pada kategori industri tertentu agar dapat memperoleh hasil penelitian yang lebih menggambarkan kondisi sesungguhnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Afif, S., & Prasetyono. (2016). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan *Cash Holding* pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014. *Diponegoro Journal of Management*, 5(4), 1–11.
- Aftab, U., Javid, A. Y., & Akhter, W. (2018). The Determinants of Cash Holdings around Different Regions of the World. *Business & Economic Review*, 10(2), 151–182.
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*.
- Amalia, C. I., Arfan, M., & Saputra, M. (2018). The Effect of Financial Leverage and Capital Expenditure to Cash Holding of Manufacturing Company Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 8(5).
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *Paper Knowledge . Toward a Media History of Documents*, 64(5)(The journal of finance), 1985–2021.
- Bayyurt, N., & Nizaeva, M. (2016). Determinants of Corporate Cash Holdings: The Case of an Emerging Market. In *Economy & Business ISSN* (Vol. 10). www.scientific-publications.net
- Brigham, F. E. , & Houston, J. (2011). *Fundamental of Financial Management: Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (10th ed.). Salemba Empat.
- Chen, N., & Mahajan, A. (2008). Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Liquidity-International Evidence.
- Diaw, A. (2021). Corporate Cash Holdings in Emerging Markets. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 139–148.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings, 38 No. 1(Journal of Financial and Quantitative Analysis), 111–133.
- Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2007). Corporate Cash Holdings: Evidence from Switzerland, 21(3)(Financial Markets and Portfolio Management), 293–324.

- Ekasari, H., & Fahrurozi, I. N. (2020). Analisis Faktor Kerugian PT. Krakatau Steel. *Jurnal Mahasiswa Akuntansi (JAMAK)*, 1(1), 97–102.
- Gao, X., Whited, T. M., & Zhang, N. (2017). The Interest Sensitivity of Corporate Cash.
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., & Pedro Sánchez-Ballesta, J. (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings. *Accounting and Finance*, 49, 95–115.
- Ghozali. (2016). Aplikasi Analisis Multivariete Dengan Program IBM SPSS 23 (Edisi-8). *Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro*.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1).
- Gitman, L. J., Juchau, R., & Flanagan, J. (2015). *Principles of managerial finance*. Pearson Higher Education AU.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance* (14th ed.). Pearson Education Limited.
- Guizani, M. (2017). The financial determinants of corporate cash holdings in an oil rich country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 133–143.
- Gustira, R., Rambe, P. A., & Adel, J. F. (2018). Pengaruh *Leverage*, Likuiditas, Growth Opportunity, Financial Distress dan Cash Flow Volatility Terhadap Keputusan Hedging Menggunakan Instrumen Derivatif pada Perusahaan Sektor Aneka Industri yang Terdaftar di Bei Periode 2013-2016. *Jurnal Akuntansi: Fakultas Ekonomi Universitas Maritim Raja Ali Haji*, 1–20.
- Hendrawaty, E., & M. Se. (2015). *Peran Corporate Governance Dalam Mengendalikan Masalah Keagenan Yang Ditimbulkan Oleh Excess Cash Holdings*. Universitas Gadjah Mada.
- Hou, C., & Liu, H. (2020). Foreign residency rights and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 64.
- Islam, S. (2012). Manufacturing Firms' Cash Holding Determinants: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 7(6).
- Jinkar, R. T. (2013). Analisa Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Cash Holding Perusahaan Manufaktur di Indonesia.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*.
- Kusumawati, A., & Mardiaty, E. (2019). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Cash Holding Perusahaan Jasa yang Terdaftar Di BEI (Studi kasus pada perusahaan jasa sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi tahun 2015-2018). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*.

- Lee, Y., & Song, K. (2011). Financial crisis and corporate cash holdings: Evidence from East Asian firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Liadi, C. C., & Suryanawa, I. K. (2018). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Net Working Capital, Cash Flow, dan Cash Conversion Cycle pada Cash Holding. *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Net Working Capital, Cash Flow, Dan Cash Conversion Cycle Pada Cash Holding*, 24(2)(E-Jurnal Akuntansi), 1474–1502.
- Maheshwari, Y., & Rao, K. T. V. (2017). Determinants of Corporate Cash Holdings. *Global Business Review*, 18(2), 416–427.
- Megginson, W. L., Ullah, B., & Wei, Z. (2014). State ownership, soft-budget constraints, and cash holdings: Evidence from China's privatized firms. *Journal of Banking & Finance*.
- Mesfin, E. (2016). the Factors Affecting Cash Holding Decisions of Manufacturing Share Companies in Ethiopia. *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, 5(3), 48–67.
- Ogundipe, L. O., Ogundipe, S. E., & Ajao, S. K. (2012). Cash Holding and Firm Characteristics: Evidence From Nigerian Emerging Market. *Journal of Business, Economics & Finance*, 1(2), 45–58.
- Opler, Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 40(5), 223–228.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance*, 28(9), 2103–2134.
- Riyanto, B. (2010). *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*. BPFE.
- Romadhoni, R., Kufepaksi, M., & Hendrawaty, E. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Cash Holding Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017. *The Manager Review*, 124–139.
- Sethi, M., & Swain, R. K. (2019). Determinants of Cash Holdings: A Study of Manufacturing Firms in India. *International Journal of Management Studies*, VI(2(2)), 11.
- Setiawan, R., & Rachmansyah, A. B. (2019). Determinan Cash Holdings Perusahaan : Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Arthavidya*, 21(1), 95–115.
- Shabbir, M., Hashbi, S. H., & Chaudhary, G. M. (2016). Determinants of Corporate Cash Holdings. *Determinants of Corporate Cash Holdings in Pakistan*, 5(International Journal of Organizational Leadership), 50–62.

- Stone, A. L., Gup, B. E., & Lee, J. (2018). New insights about the relationship between corporate cash holdings and interest rates. *Journal of Economics and Finance*, 42(1), 33–65.
- Sudana, I. M. (2019). *Manajemen Keuangan Teori dan Praktik* (I. M. Sudana, Ed.). Airlangga University Press.
- Sugiyono. (2018). *Metode Penelitian Kuantitatif*. Alfabeta.
- Suliyanto, D. (2011). *Ekonometrika Terapan: Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. Penerbit Andi.
- Tindige, W., Rogahang, J. J., Mangindaan, J. V, Studi, P., Bisnis, A., & Administrasi, J. I. (2020). *Kinerja Keuangan pada PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk Ditinjau dari Rasio Profitabilitas*. 1(3).
- Tripathy, A., & Uzma, S. H. (2020). Factors influencing liquidity position of Indian manufacturing companies. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(2), 243–260.
- Uyar, A., & Kuzey, C. (2014). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from the emerging market of Turkey. *Applied Economics*, 46(9), 1035–1048.
- Wasiuzzaman, S. (2014). Analysis of corporate cash holdings of firms in Malaysia. *Journal of Asia Business Studies*, 8(2), 118–135.
- Weygandt, J. J., Kimmel, P. D., & Kieso, D. E. (2016). *Financial Accounting*. John Wiley & Sons.
- Widarjono, A. (2013). *Ekonometrika: Pengantar dan Aplikasinya, Edisi Keempat* (4th ed.). Penerbit UPP STIM YKPN.
- Wulandari, E. A., & Setiawan, M. A. (2019). Pengaruh Growth Opportunity, Net Working Capital, Cash Conversion Cycle Dan Dividend Payout Terhadap Cash Holding. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 1(3), 1259–1274.
- Ye, Y. (2018). A Literature Review on the Cash Holding Issues. *Modern Economy*, 09(06), 1054–1064.

www.bumn.go.id

www.bi.go.id