

Excess cash holding, likuiditas, dan nilai perusahaan: Studi pada perusahaan non-finansial Indonesia

Felicia Santoso

Department of Management, Universitas Pelita Harapan
M.H. Thamrin Boulevard 1100, Klp. Dua, Kec. Klp. Dua, Tangerang, Banten 15811
feliciasantoso3@gmail.com

Rita Juliana*

Department of Management, Universitas Pelita Harapan
M.H. Thamrin Boulevard 1100, Klp. Dua, Kec. Klp. Dua, Tangerang, Banten 15811
rita.juliana@uph.edu

*Penulis Korespondensi

Submitted: Feb 27, 2021; Reviewed: Mar 08, 2021; Accepted: Mar 30, 2021

Abstract: *This study aims to investigate the effect of excess cash on liquidity and firm value. The sample that is used is 211 non-financial firms listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) with period from 2007 to 2017, resulting a total of 2321 firm-year observations. The regression model used are fixed effect and random effect model. The results show that excess cash increase trading continuity and decrease liquidity risk. This result can be caused by uninformed trader trading participation. Additionally, excess cash has a positive effect on firm value directly because with excess cash firm can invest. The study also finds that the effect of excess cash on illiquid firm value is negative, this result happened because excess cash can increase firm's information asymmetry problem. Finally, we also find that excess cash has higher effect on small size firms with financial constraint problems and higher growth opportunities.*

Keywords: *excess cash; firm value; liquidity risk; stock liquidity*

Abstrak: *Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh excess cash terhadap likuiditas dan nilai perusahaan. Sampel yang digunakan adalah 211 perusahaan non-finansial yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode tahun 2007 sampai 2017, sehingga menghasilkan 2321 observasi. Model regresi menggunakan fixed effect model dan random effect model. Hasilnya menunjukkan bahwa excess cash meningkatkan trading continuity dan mengurangi risiko likuiditas. Hasil ini terjadi karena adanya partisipasi trading dari uninformed traders. Selain itu, excess cash berpengaruh positif ke nilai perusahaan di Indonesia karena excess cash memungkinkan perusahaan untuk dapat melakukan investasi. Penelitian ini juga menemukan efek excess cash terhadap nilai perusahaan yang illikuid adalah negatif, hal ini disebabkan karena excess cash pada perusahaan illikuid meningkatkan masalah information asymmetry. Lalu, penelitian ini juga menemukan bahwa efek excess cash terhadap likuiditas lebih besar bagi perusahaan kecil yang kesulitan finansial dan memunyai kesempatan bertumbuh yang baik.*

Kata kunci: *cadangan kas; likuiditas saham; nilai perusahaan; risiko likuiditas*

1 PENDAHULUAN

Perdebatan mengenai efek positif dan negatif *excess cash* masih sering dibicarakan. Penelitian ini bertujuan untuk melihat pandangan investor pada *excess cash* yang diobservasi melalui nilai perusahaan dan likuiditas saham perusahaan. *Excess cash* sendiri bermanfaat bagi perusahaan untuk berjaga-jaga apabila terjadi kekurangan di arus kas/ *precautionary motive* (Bates et al., 2009; Palazzo, 2012) atau sebagai sumber dana murah untuk berkembang/ *cheap fund growth* (Simutin, 2010). Perusahaan menganggap bahwa mengumpulkan *excess cash* dalam tingkat tinggi menguntungkan untuk memitigasi biaya kesulitan keuangan ketika adanya kesempatan investasi yang bagus dan sebagai cadangan ketika ekonomi sedang turun (Huang & Mazouz, 2018). Perusahaan dengan *excess cash* yang tinggi memunyai rata-rata kinerja operasi yang lebih bagus (Mikkelsen & Partch, 2003). Menurut Faulkender & Wang (2006), perusahaan yang likuid memungkinkan perusahaan untuk melakukan investasi tanpa harus menggunakan dana eksternal yang lebih mahal biayanya, sehingga bisa menghemat *cost of debt*, *cost of equity*, dan *information asymmetry cost*.

Motif perusahaan menyimpan kas adalah untuk berjaga-jaga apabila terjadi kekurangan dalam arus kas di masa depan, untuk transaksi operasional perusahaan, dan untuk berspekulasi mencari keuntungan. Huang & Mazouz (2018) mengatakan dengan tingginya *excess cash* bisa membuat investor lebih tertarik untuk bertransaksi ketika likuiditas pasar kering karena harga saham menjadi tidak terlalu bergejolak terhadap likuiditas pasar. Alhasil, investor meningkatkan investasi dan membuat *trading continuity* meningkat dan membuat risiko likuiditas menurun. Penurunan dalam risiko likuiditas akan membuat *cost of equity capital* dan *liquidity premium* menurun. *Excess cash* bisa meningkatkan *trading continuity*, bergantung pada kemampuan perusahaan untuk menarik *uninformed traders* dengan berkurangnya *cost of capital* (Huang & Mazouz, 2018). *Excess cash* bisa mengurangi *cost of capital* melalui tiga cara: (1) Melalui efisiensi dengan menggunakan pendanaan internal dengan biaya yang lebih murah dan memberikan kepastian dalam melakukan investasi (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009), (2) Kas sebagai jaga-jaga apabila keadaan ekonomi atau arus kas memburuk, (3) Melalui penurunan *liquidity premium* karena meningkatnya transaksi (*trading continuity*). *Excess cash* bisa meningkatkan *trading continuity* (Huang & Mazouz, 2018). Adanya *excess cash* akan mengurangi volatilitas dalam *assets-in-place* (Gopalan et al., 2012). Hal ini akan menarik lebih banyak *uninformed traders*. Dengan semakin banyaknya *uninformed traders* akan membuat *inventory cost* dan *adverse selection cost* menjadi lebih murah. Ini akan membuat *transaction cost* menjadi lebih murah. Dengan menurunnya *transaction cost* akan membuat *trading continuity* meningkat. *Uninformed traders* di sini berperan sebagai *liquidity provider*. Pastor & Stambaugh (2003) juga menemukan bahwa saham yang lebih sensitif terhadap likuiditas memunyai *expected return* yang lebih tinggi. Huang & Mazouz (2018) mengatakan ketika *trading continuity* meningkat, harga saham menjadi tidak terlalu sensitif terhadap likuiditas pasar dan lebih elastis. Dengan kata lain, *excess cash* juga dapat menurunkan risiko likuiditas saham perusahaan.

Ada berbagai pendapat mengenai dampak *excess cash* terhadap nilai perusahaan melalui *information asymmetry*. Jensen (1986) mengemukakan tentang implikasi *free cash flow theory* yang mengatakan bahwa perusahaan dengan *excess cash* cenderung lebih sering melakukan investasi, tapi akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan dengan *excess cash* menurunkan nilai perusahaan. Kehadiran *agency problem* dalam perusahaan dengan *excess cash* bisa memburuk nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan investor. Manajer ingin melakukan akuisisi dan ekspansi agar cakupan perusahaan semakin besar, sehingga mereka melakukan investasi tanpa melihat NPV proyek tersebut. Investor lebih memilih agar perusahaan melakukan pembayaran melalui dividen atau *repurchase* saham daripada *excess cash* digunakan untuk investasi proyek yang tidak terlalu menguntungkan. Stulz (1990) mengatakan bahwa *excess cash* bisa menghancurkan nilai perusahaan dan sebaiknya *excess cash* harus secara optimal dijaga rendah untuk mencegah *conflict of interest* antara pemegang saham dengan manajer. Myers & Majluf (1984) mengatakan bahwa *information asymmetry* antara manajer dan investor bisa menyebabkan *underpricing* terhadap sekuritas perusahaan dan membuat mahal ketika perusahaan mau mencari dana dari luar.

Tetapi, Huang & Mazouz (2018) menemukan dampak *excess cash* terhadap nilai perusahaan secara langsung adalah negatif, tetapi jika hubungan ini dilihat secara tidak langsung melalui ilikuiditas, dapat berdampak positif. Hal ini disebabkan karena nilai marjinal kas akan lebih tinggi di perusahaan yang ilikuid, memunyai kesulitan finansial, dan memunyai kesempatan bertumbuh yang banyak. Ini membuat investor mendukung untuk perusahaan ilikuid untuk memegang *excess cash*. Huang & Mazouz (2018) mengatakan bahwa *external fund* itu mahal, sehingga perusahaan cenderung untuk lebih mengumpulkan *excess cash*. Dengan tingginya *excess cash* akan membuat *information asymmetry* tinggi dan membuat *agency cost of cash* tinggi. Sehingga, perusahaan dengan *excess cash* menjadi tidak menarik bagi *uninformed traders*. Dengan menurunnya *uninformed traders* akan meningkatkan kerugian yang dialami oleh *market marker* akibat bertransaksi dengan *informed traders*, sehingga membuat *transaction cost* semakin mahal. Ini akan membuat *trading continuity* menurun dan likuiditas juga menurun. Dengan menurunnya likuiditas akan membuat nilai perusahaan turun. Dan hasil penelitian Huang & Mazouz (2018) menunjukkan bahwa efek langsung dari *excess cash* terhadap nilai perusahaan itu berdampak negatif, tapi efek tidak langsung *excess cash* melalui ilikuiditas berdampak positif terhadap nilai perusahaan, artinya investor mendukung perusahaan yang ilikuid, memunyai kesulitan finansial, dan memunyai kesempatan bertumbuh yang banyak untuk memegang *excess cash*. Menurut Faulkender & Wang (2006), nilai marjinal dari kas lebih tinggi bagi perusahaan yang kesulitan kas dengan kesempatan investasi yang tinggi.

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu, maka hipotesis awal penelitian ini adalah:

H1: *Excess cash* meningkatkan *trading continuity*

H2: *Excess cash* mengurangi risiko likuiditas

H3: *Excess cash* memengaruhi nilai perusahaan

2 METODE

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan non-finansial yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia. Adapun perusahaan yang tidak memiliki data yang lengkap akan dikeluarkan dari sampel penelitian. Data yang digunakan dimulai dari tahun 2007-2017, sehingga menghasilkan sampel penuh sebesar 2321 observasi. Berikut rincian pemilihan sampel:

Tabel 1. Daftar sampel perusahaan

Keterangan	Jumlah perusahaan
Perusahaan yang dijadikan populasi (perusahaan <i>delist</i> di atas tahun 2017 dan perusahaan keuangan dikeluarkan)	475
Perusahaan yang IPO di atas 2007	220
Perusahaan yang tidak lengkap datanya	44
Total perusahaan yang masuk ke dalam sampel penelitian	211

Sumber: Hasil pengolahan peneliti (2019)

Untuk menguji dampak *excess cash* terhadap *trading continuity* dan risiko likuiditas, berikut adalah regresinya (Huang & Mazouz, 2018):

$$LIQUIDITY_{i,t} = \alpha + \beta_1 ECASH_{i,t} + \beta_2 MTB_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 LEVERAGE_{i,t-1} + \beta_5 DIV_{i,t-1} + \beta_6 CAPEX_{i,t-1} + \beta_7 R\&D_{i,t-1} + \beta_8 PRICE_{i,t-1} + \beta_9 RET_{i,t-1} + \varphi_{i,t} \quad (1)$$

Variabel dependen pada model 1 adalah *LIQUIDITY*, yaitu likuiditas perusahaan diukur dengan *natural logarithm* LM12 (LogLM12). *LIQUIDITY* merupakan variabel *proxy* dari *trading continuity* dan risiko likuiditas (Hipotesis 1 dan 2). Variabel independen utama dari penelitian ini adalah *ECASH*, yaitu *excess cash*. Untuk menguji efek dari *excess cash* pada likuiditas, kami memasukkan juga variabel kontrol nilai perusahaan (*MTB*), ukuran perusahaan (*SIZE*), tingkat hutang (*LEVERAGE*), dividen (*DIV*), investasi (*CAPEX*), R&D, harga saham perusahaan (*PRICE*), dan tingkat pengembalian saham (*RET*). Semua variabel diwinsorisasi pada level 0,01 untuk mencegah terjadinya *outliers*. Operasionalisasi variabel penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 2. Penelitian ini

juga ingin menginvestigasi dampak *excess cash* pada nilai perusahaan, yang mana model empirisnya adalah sebagai berikut (Huang & Mazouz, 2018):

$$\begin{aligned}
 MTB_{i,t} = & K_0 + K_1 ECASH_{i,t} + K_2 LIQUIDITY_{i,t} + K_3 ECASH_{i,t-1} * LIQUIDITY_{i,t} + \\
 & K_4 SIZE_{i,t-1} + K_5 TURNOVER_{i,t-1} + K_6 LEVERAGE_{i,t-1} + K_7 DIV_{i,t-1} + \\
 & K_8 CAPEX_{i,t-1} + K_9 ROA_{i,t-1} + v_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Variabel dependen pada model 2 adalah *MTB*, yaitu nilai perusahaan. Variabel independen utama dari penelitian ini adalah *Excess cash (ECASH)*, likuiditas (*LIQUIDITY*), variabel interaksi likuiditas, dan *excess cash (ECASH * LIQUIDITY)*. Untuk menguji efek dari ketiga *independent* variabel tersebut pada nilai perusahaan, kami memasukkan juga variabel kontrol, yaitu *turnover* saham (*TURNOVER*), tingkat hutang (*LEVERAGE*), dividen (*DIV*), investasi (*CAPEX*), dan tingkat keuntungan (*ROA*). Semua variabel diwinsorisasi pada level 0,01 untuk mencegah terjadinya *outliers*. Operasionalisasi variabel penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Operasionalisasi variabel

Variabel	Operasionalisasi variabel (Huang & Mazouz, 2018)
<i>LIQUIDITY</i>	$LM12 = \{ZEROS + [(1/TURNOVER)/DEFLATOR]\} * (252/TRAD)$ (Liu, 2006)
<i>ECASH</i>	<i>Excess Cash</i> , yaitu residual dari regresi (e.g., Opler et al., 1999; Harford et al., 2008; Asem & Alam, 2014): $CASH_i = a_0 + a_1 CF_i + a_2 LEVERAGE_i + a_3 MTB_i + a_4 SIZE_i + a_5 NWC_i + a_6 CAPEX_i + a_7 DIV_i + a_8 R\&D_i + \varepsilon_i$
<i>MTB</i>	[(total liabilitas + (jumlah saham diterbitkan * harga saham)] / total aset
<i>SIZE</i>	<i>Natural log</i> dari (total aset – kas)
<i>LEVERAGE</i>	<i>Total debt</i> / (total aset – kas)
<i>DIV</i>	0 artinya tidak memberikan dividen, 1 artinya memberikan dividen
<i>CAPEX</i>	<i>Capital expenditure</i> / (total aset – kas)
<i>R&D</i>	<i>Research and development expense</i> / sales
<i>PRICE</i>	Harga penutupan saham pada tahun fiskal
<i>TURNOVER</i>	Jumlah saham yang ditransaksikan / jumlah saham <i>outstanding</i>
<i>ROA</i>	<i>Net income</i> / total aset
<i>RET</i>	<i>Return</i> saham

Sumber: Hasil pengolahan peneliti (2019)

3 HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 3. Deskripsi statistik *full sample*

Variables	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
<i>Liquidity</i>	2,321	1,30473	0,813895	0,0087056	2,401684
<i>ECASH</i>	2,321	0,0634157	0,0185728	-0,0322261	0,181406
<i>MTB</i>	2,321	1,733859	2,446277	0,326897	19,25773
<i>SIZE</i>	2,321	9,244648	0,7564297	7,468596	10,91516
<i>LEVERAGE</i>	2,321	0,290676	0,3381735	0	2,539371
<i>DIV (dummy)</i>	2,321	0,4915984	0,5000371	0	1
<i>CAPEX</i>	2,321	0,0546335	0,0603518	0	0,3115984
<i>R&D</i>	2,321	0,0003456	0,0021904	0	0,0188894
<i>PRICE</i>	2,321	1557,753	3376,479	39,42	22298,6
<i>RET</i>	2,321	0,2773596	0,8552806	-0,7857143	4,73913
<i>TURNOVER</i>	2,321	0,5296208	1,154004	0,0000166	8,006233
<i>ROA</i>	2,321	0,0348718	0,1301652	-0,6845998	0,4066949

Sumber: Hasil pengolahan peneliti sendiri (2019)

Tabel 4. Deskripsi statistik sub-sampel perusahaan besar-kecil berdasarkan total aset

Variables	Obs		Mean		Std Dev		Min		Max	
	Besar	Kecil	Besar	Kecil	Besar	Kecil	Besar	Kecil	Besar	Kecil
<i>Liquidity</i>	1,161	1,160	0,955	1,653	0,777	0,690	0,006	0,0087	2,389	2,406

ECASH	1,161	1,160	0,063	0,063	0,016	0,020	-0,008	-0,3222	0,170	0,181
MTB	1,161	1,160	1,751	1,827	1,884	3,734	0,411	0,255	13,369	29,925
SIZE	1,161	1,160	9,861	8,625	0,455	0,444	9,214	7,177	11,097	9,2212
LEVERAGE	1,161	1,160	0,290	0,340	0,222	0,799	0	0	1,112	7,173
DIV	1,161	1,160	0,639	0,343	0,480	0,474	0	0	1	1
CAPEX	1,161	1,160	0,062	0,0469	0,057	0,061	0,0002	0	0,299	0,322
R&D	1,161	1,160	0,0006	0,0001	0,003	0,0006	0	0	0,028	0,0056
PRICE	1,161	1,160	2741,19	522,089	5253,68	1063,89	50	25	35400	7600
RET	1,161	1,160	0,251	0,326	0,8037	1,029	-0,808	-0,748	4,172	6,955
ROA	1,161	1,160	0,054	0,011	0,103	0,176	-0,313	-1,119	0,406	0,411
TURNOVER	1,161	1,160	0,504	0,594	0,909	1,639	0,00002	0,00002	5,288	12,147

Sumber: Hasil pengolahan peneliti sendiri (2019)

Tabel 5. Deskripsi statistik sub-sampel perusahaan besar kecil berdasarkan *market value equity*

Variables	Obs		Mean		Std. Dev		Min		Max	
	Besar	Kecil	Besar	Kecil	Besar	Kecil	Besar	Kecil	Besar	Kecil
Liquidity	1,161	1,160	0,975	1,634	0,798	0,686	0,006	0,008	2,393	2,406
ECASH	1,161	1,160	0,064	0,062	0,017	0,0199	-0,009	-0,032	0,172	0,181
MTB	1,161	1,160	2,211	1,298	2,653	2,496	0,570	0,255	18,84	23,549
SIZE	1,161	1,160	9,777	8,709	0,550	0,5395	8,542	7,177	11,097	9,980
LEVERAGE	1,161	1,160	0,2505	0,330	0,210	0,448	0	0	0,987	3,217
DIV	1,161	1,160	0,678	0,304	0,467	0,460	0	0	0	1
CAPEX	1,161	1,160	0,066	0,042	0,060	0,057	0,0002	0	0,307	0,322
R&D	1,161	1,160	0,0006	0,00009	0,003	0,0005	0	0	0,028	0,0048
PRICE	1,161	1,160	2941,05	325,51	5271,05	379,25	50	25	35400	2100
RET	1,161	1,160	0,273	0,291	0,829	0,933	-0,807	-0,75	4,56	5,7272
TURNOVER	1,161	1,160	0,532	0,560	0,997	1,5433	0,00001	0,0002	5,875	12,0775
ROA	1,161	1,160	0,067	0,0013	0,109	0,147	-0,337	-0,891	0,418	0,392

Sumber: Hasil pengolahan peneliti sendiri (2019)

Tabel 3 menjelaskan karakteristik data sampel penuh. Tabel 4 menjelaskan karakteristik data sub-sampel untuk perusahaan besar-kecil berdasarkan total aset. Tabel 5 menjelaskan karakteristik data sub-sampel untuk perusahaan besar-kecil berdasarkan *market value equity*. Dari Tabel 3, bisa didapatkan bahwa *Liquidity* mempunyai rerata 1,304 dengan nilai minimum 0,0087 dan nilai maksimum 2,402, semakin besar *Liquidity* menunjukkan *trading continuity* yang lebih rendah dan risiko likuiditas yang lebih tinggi. *ECASH* didapat dari residual persamaan (2) dengan rata-rata 0,0634 dengan nilai minimum -0,032 dan nilai maksimum 0,1814. *ECASH* yang positif (negatif) menunjukkan perusahaan menyimpan kas berlebih lebih banyak (lebih sedikit) dari yang seharusnya perusahaan butuhkan untuk operasional dan investasi perusahaan. Kemudian, peneliti membagi sampel penuh menjadi perusahaan besar kecil berdasarkan total aset dan *market value equity*. Sampel penuh diurutkan dari terbesar sampai terkecil berdasarkan total aset dan *market value equity*, lalu diambil data tengah atau median. Data yang berada di atas data tengah termasuk perusahaan besar dan yang di bawah data tengah termasuk perusahaan kecil. Dari Tabel 4 dan Tabel 5, bisa didapatkan bahwa perusahaan besar baik berdasarkan total aset dan *market value equity* mempunyai risiko likuiditas yang lebih rendah dan *excess cash* lebih banyak. Perusahaan besar mempunyai *SIZE*, *CAPEX*, *R&D*, dan *ROA* yang lebih besar dan membayar dividen lebih sering daripada perusahaan kecil. Perusahaan kecil mempunyai *LEVERAGE* dan *TURNOVER* yang lebih besar dan memberikan *RETURN* yang lebih tinggi.

Tabel 6. Hasil regresi efek *excess cash* terhadap risiko likuiditas (*panel data regression model*)

Variabel Independen	Variabel Dependen: <i>Liquidity</i>				
	Full Sample	Besar (Tot Asset)	Kecil (Tot Asset)	Besar (MV Equity)	Kecil (MV Equity)
ECASH	-1,843***	-0,884*	-3,853***	-2,173***	-2,409***
MTB	-0,0542***	-0,072***	-0,0521***	-0,031**	-0,020***
SIZE	-0,8025***	-0,754***	-0,948***	-0,810***	-0,335***
LEVERAGE	0,4209***	0,699***	0,222***	0,824***	0,096***
DIV	-0,1460***	-0,211***	-0,0269	-0,123***	0,010
CAPEX	-0,5500***	-0,0907	-0,5209***	-0,556***	-0,315***
R&D	-5,7409	4,113	-132,95***	8,312***	5,840
PRICE	-0,000016***	-8,17e-06***	0,000015	-0,00001***	0,00026***
RET	-0,00059	0,0167	-0,0123	0,030	-0,0527***

<i>R</i> ² (<i>prob chi</i>)	0,2160	0,2194	0,1523	0,2175	0,000
<i>Cons</i>	8,941***	8,517***	10,174***	9,020***	4,704***
<i>Observations</i>	2,321	1,161	1,160	1,161	1,160

Sumber: Hasil pengolahan peneliti sendiri (2019)

*Signifikansi pada tingkat 10%

**Signifikansi pada tingkat 5%

***Signifikansi pada tingkat 1%

Tabel 6 kolom 1 menjelaskan pengaruh *excess cash* terhadap *trading continuity* dan risiko likuiditas pada *full* sampel. Pengaruh *ECASH* terhadap *Liquidity* adalah negatif dan signifikan sebesar -1,843. Artinya, setiap *excess cash* naik, maka variabel *Liquidity* akan turun. Semakin kecil variabel *Liquidity* menunjukkan *trading continuity* semakin tinggi dan risiko likuiditas semakin rendah. Hasil ini menjadi pembuktian atas hipotesis 1 dan 2 penelitian ini. *Excess cash* bisa meningkatkan *trading continuity* bergantung pada kemampuan perusahaan untuk menarik *uninformed traders* dengan berkurangnya *cost of capital* (Huang & Mazouz, 2018). *Excess cash* bisa mengurangi *cost of capital* melalui tiga cara: (1) Melalui efisiensi dengan menggunakan pendanaan internal dengan biaya yang lebih murah dan memberikan kepastian dalam melakukan investasi (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009), (2) Kas sebagai jaga-jaga apabila keadaan ekonomi atau arus kas memburuk, (3) Melalui penurunan *transaction cost* karena meningkatnya transaksi (*trading continuity*). Adanya *excess cash* akan mengurangi volatilitas dalam *assets-in-place* (Gopalan et al., 2012). Hal ini akan menarik lebih banyak *uninformed traders*. Dengan semakin banyaknya *uninformed traders* akan membuat *inventory cost* dan *adverse selection cost* menjadi lebih murah, sehingga *transaction cost* akan menjadi lebih murah. Ini akan membuat *trading continuity* meningkat. Dengan meningkatnya *trading continuity*, harga saham menjadi tidak terlalu sensitif terhadap likuiditas pasar dan risiko likuiditas menurun.

Lalu untuk variabel kontrol pada Tabel 6 untuk kolom 1 menunjukkan bahwa *MTB*, *SIZE*, dan *CAPEX* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *Liquidity*. Artinya, ketika *MTB*, *SIZE*, dan *CAPEX* naik, maka *trading continuity* akan meningkat dan risiko likuiditas akan menurun. *MTB*, *SIZE*, dan *CAPEX* sendiri adalah patokan *growth opportunities*. *LEVERAGE* berpengaruh positif terhadap *Liquidity*, artinya ketika hutang perusahaan bertambah, maka *trading continuity* akan menurun dan risiko likuiditas akan meningkat. *DIV* dan *RET* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *Liquidity*. Artinya, ketika perusahaan semakin sering membagikan dividen dan *return* saham yang sebelumnya menguntungkan, maka investor akan semakin sering mentransaksikan saham tersebut. Ini akan membuat *trading continuity* meningkat dan risiko likuiditas menurun. *R&D* mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap *Liquidity*. Hal ini bisa disebabkan karena banyak perusahaan di Indonesia yang tidak melakukan *R&D*. *PRICE* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap *Liquidity*. Artinya, ketika harga saham semakin mahal, maka *trading continuity* akan meningkat dan risiko likuiditas menurun. Hal ini bisa disebabkan karena penyampaian informasi yang dilakukan secara tidak serentak atau sekuensial (Karpoff, 1987).

Lalu dari Tabel 6 kolom 2-4 bisa didapatkan bahwa efek *excess cash* terhadap *Liquidity* lebih besar bagi perusahaan kecil, baik berdasarkan total aset ataupun *market value equity*. Efek *excess cash* akan lebih berguna bagi perusahaan kecil yang kesulitan finansial dan mempunyai kesempatan investasi yang baik. Ini terjadi karena investor berpikir bahwa perusahaan kecil akan berkembang lebih besar dan memberikan *return* yang lebih tinggi, sehingga investor mau melakukan transaksi saham terhadap perusahaan kecil dan membuat risiko likuiditasnya turun. Hal ini sesuai dengan penelitian Huang & Mazouz (2018) yang mengatakan bahwa keuntungan dari *excess cash* lebih besar bagi perusahaan kecil dengan kesempatan bertumbuh yang baik (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009).

Tabel 7. Hasil regresi efek *excess cash*, risiko likuiditas, dan *excess cash* melalui risiko likuiditas terhadap nilai perusahaan (*panel data regression model*)

Variabel Independent	Variabel Dependent: Q
	Full Sample
<i>ECASH</i>	16,894***
<i>Liquidity</i>	-0,167***
<i>ECASH * Liquidity</i>	-4,421***

<i>SIZE</i>	-0,898***
<i>TURNOVER</i>	0,0036
<i>LEVERAGE</i>	0,357
<i>DIV</i>	-0,066
<i>CAPEX</i>	-0,508
<i>ROA</i>	-0,949
<i>Cons</i>	9,614***
<i>R²</i>	0,0526

Sumber: Hasil pengolahan peneliti sendiri (2019)

*Signifikansi pada tingkat 10%

**Signifikansi pada tingkat 5%

***Signifikansi pada tingkat 1%

Tabel 7 menjelaskan pengaruh *excess cash* dan risiko likuiditas terhadap nilai perusahaan. Hasil koefisien *ECASH* menunjukkan bahwa *Excess cash* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, hasil ini menjadi pembuktian atas hipotesis 3 penelitian ini. Hal ini terjadi karena dengan adanya internal kas yang lebih murah membuat perusahaan bisa memanfaatkan kesempatan bisnis yang ada dan memberikan kepastian tentang pendanaan dan implementasi untuk rencana investasi di masa depan (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009). Simutin (2010) mengatakan kas bisa digunakan sebagai sumber dana murah untuk berkembang (*cheap fund growth*). Dengan adanya *excess cash*, perusahaan bisa melakukan *speculation motive*, yaitu melakukan investasi dan mengambil keuntungan dengan dana yang lebih murah, yaitu *excess cash*. Dengan melakukan investasi yang menguntungkan dengan *excess cash*, maka perusahaan bisa meningkatkan nilai perusahaan. Lalu, *Liquidity* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya, ketika perusahaan semakin ilikuid, maka nilai perusahaan akan turun. Hal ini terjadi karena performa perusahaan yang ikut turun seiring dengan semakin ilikuidnya perusahaan. Lalu, pengaruh *excess cash* melalui *Liquidity* terhadap nilai perusahaan adalah negatif signifikan. Hal ini terjadi karena *excess cash* bisa menghancurkan nilai perusahaan yang ilikuid kalau adanya *information asymmetry* (Harford et al., 2008; Stulz, 1990; Myers & Majluf, 1984; Jensen, 1986). *Information asymmetry* dan *agency conflict* membuat manajer lebih menggunakan *excess cash* untuk menguntungkan dirinya sendiri daripada menguntungkan pemegang saham. Manajer akan melakukan akuisisi dan investasi yang merugikan dengan *excess cash* yang ada. Dengan keadaan yang mana perusahaan mempunyai *information asymmetry* yang tinggi, lalu ditambah dengan keadaan ilikuiditas perusahaan yang naik, maka hal ini akan membuat nilai perusahaan menurun.

4 SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk melihat efek *excess cash* terhadap likuiditas dan nilai perusahaan yang terdapat di Indonesia. Hasil penelitian ini menemukan bahwa efek *excess cash* terhadap likuiditas adalah negatif signifikan. Ketika *excess cash* naik, mengakibatkan *trading continuity* dan likuiditas naik. Hal ini terjadi karena adanya partisipasi *trading* dari *uninformed traders* yang mengurangi *transaction cost*. Ini akan membuat *trading continuity* naik dan likuiditas naik.

Selain itu, penelitian ini juga menemukan bahwa efek *excess cash* terhadap nilai perusahaan adalah positif signifikan. Ketika *excess cash* naik, maka nilai perusahaan akan naik. *Excess cash* bisa meningkatkan nilai perusahaan, karena internal kas yang lebih murah membuat perusahaan bisa memanfaatkan kesempatan bisnis yang ada dan memberikan kepastian tentang pendanaan dan implementasi untuk rencana investasi di masa depan. Pada sisi lain, efek *excess cash* dalam perusahaan yang ilikuid terhadap nilai perusahaan adalah negatif signifikan. Artinya, ketika *excess cash* dan *Liquidity* naik, maka nilai perusahaan akan turun. Hal ini terjadi karena adanya *information asymmetry* antara manajer dan pemegang saham. Ketika perusahaan memiliki *excess cash*, manajer cenderung lebih memilih untuk melakukan investasi, seperti akuisisi dan memperluas cakupan manajer dan tidak mau membayar dividen. Dan sering kali, investasi yang dilakukan manajer tidak memberikan untung yang banyak dan bahkan menghancurkan nilai perusahaan (Harford et al., 2008).

Terakhir, kami juga menemukan bahwa efek *excess cash* terhadap perusahaan kecil lebih besar daripada terhadap perusahaan besar. *Excess cash* lebih berharga bagi perusahaan kecil yang kesulitan finansial dan memunyai kesempatan bertumbuh yang baik (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009, Huang & Mazouz, 2018).

5 REFERENSI

- Asem, E. & Alam, S. (2014). Cash hoards and changes in investors' outlook. *Journal of Financial Research*, 37(1), 119-137. <https://doi.org/10.1111/jfir.12031>
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Faulkender, M. & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x>
- Gopalan, R., Kadan, O., & Pevzner, M. (2012). Asset liquidity and stock liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 333-364. <https://doi.org/10.1017/S0022109012000130>
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.04.002>
- Huang, W. & Mazouz, K. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275-29. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.005>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <http://papers.ssrn.com/abstract=99580>.
- Karpoff, J. M. (1987). The relation between price changes and trading volume: A survey. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(1), 109-126. <https://doi.org/10.2307/2330874>
- Liu, W. (2006). A liquidity-augmented capital asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 631-671. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.10.001>
- Mikkelson, W. H. & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275-294. <https://doi.org/10.2307/4126751>
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3).
- Palazzo, B. (2012). Cash holdings, risk, and expected returns. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 162-185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.12.009>
- Pastor, L. & Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*, 111(3), 642-685. <https://doi.org/10.1086/374184>.
- Simutin, M. (2010). Excess cash and stock returns. *Financial Management*, 39(3), 1197-1222. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01109.x>
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics*, 26(1), 3-27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N).