

NILAI PERUSAHAAN: KEBIJAKAN UTANG, GOOD CORPORATE GOVERNANCE, CASH HOLDING

AMRIE FIRMANSYAH (amrie.firmansyah@gmail.com)

TOMMY AVIV SETIAWAN

FAJAR FATHURAHMAN

Jurusan Akuntansi, Politeknik Keuangan Negara STAN, Indonesia

ABSTRACT

This study examines the effect of debt policy, good corporate governance, and cash holding on firm value. This study employs a quantitative method using secondary data in financial information on companies in the consumer goods sector listed on the Indonesia Stock Exchange from 2015 to 2018. Data were obtained from www.idx.co.id, www.finance.yahoo.com, and the companies official website. Based on purposive sampling, the total sample used in this study amounted to 128 observations. Data testing was performed by multiple linear analysis with panel data. This study concludes that debt policy and good corporate governance do not affect firm value, while cash holding has a negative effect on firm value. This study indicates that the financial services authorities, as capital market supervisors, need to monitor the implementation of good corporate governance as a form of investor protection in Indonesia.

Keywords: firm policies, firm value, good governance

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan utang, *good corporate governance*, dan *cash holding* terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan menggunakan data sekunder yang berupa informasi keuangan perusahaan sektor *consumer goods* yang *listed* di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 sampai dengan tahun 2018. Data diperoleh dari www.idx.co.id, www.finance.yahoo.com, dan website resmi perusahaan. Berdasarkan *purposive sampling* yang telah dilakukan, total sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 128 observasi. Pengujian data dilakukan dengan analisis linier berganda dengan data panel. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa kebijakan utang dan *good corporate governance* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan *cash holding* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Otoritas Jasa Keuangan selaku pengawas pasar modal perlu untuk melakukan *monitoring* implementasi *good corporate governance* sebagai salah satu bentuk perlindungan investor di Indonesia.

Kata kunci: kebijakan perusahaan, nilai perusahaan, *good governance*

PENDAHULUAN

Investasi di pasar modal menjadi tempat yang memiliki potensi besar untuk memberikan keuntungan (*return*) yang tinggi. Di Indonesia, potensi *return* dapat diketahui dari indeks saham yang merupakan ukuran statistik yang mencerminkan keseluruhan pergerakan harga atas sekumpulan saham yang dipilih berdasarkan kriteria dan metodologi tertentu serta dievaluasi secara berkala. Dari statistik kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mulai tahun 2001 sampai dengan 2019, seorang investor dapat memperoleh keuntungan sebesar 1.506,86% atau jika berinvestasi

Rp1.000.000,00 sejak akhir tahun 2001 akan menjadi Rp16.068.615,00 pada akhir 2019 (Bursa Efek Indonesia, 2020). Harga saham yang mencerminkan nilai perusahaan adalah persepsi pasar dari investor, kreditur, dan pemangku kepentingan lainnya pada kondisi perusahaan (Sari, 2013). Calon investor mengetahui nilai aset yang dimiliki perusahaan melalui harga saham. Informasi terkait dengan kondisi perusahaan di pasar modal yang direpresentasikan melalui harga saham berguna bagi investor dalam membuat keputusan investasi (Nisasmara & Musdholifah, 2016). Bagi perusahaan, dana yang diperoleh dari

pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan bisnis, ekspansi, penambahan modal kerja, dan lainnya. Perusahaan publik akan memperdagangkan sahamnya di pasar saham yang merupakan bagian dari pasar modal (Novianti & Firmansyah, 2020). Hal tersebut sejalan dengan tujuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan yang optimal, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan yang berdampak pada peningkatan kemakmuran pemegang saham (Bayu & Septiani, 2015). Perusahaan di berbagai sektor membuat keputusan dan kebijakan agar mampu meningkatkan nilai perusahaannya dalam jangka waktu yang panjang.

Namun, sejak adanya pandemi Covid-19, IHSG mengalami penurunan bahkan penurunan paling tajam terjadi pada bulan April 2020 (Safitri, 2020). Bahkan, penurunan IHSG dapat terjadi sampai dengan faktor dari pandemi Covid-19 masih terus berlangsung (idxchannel.okezone.com). Dalam kondisi yang tidak stabil baik yang diakibatkan oleh faktor internal maupun faktor eksternal, keberlangsungan perusahaan menjadi dipertanyakan oleh investor. Kondisi demikian mengakibatkan investor enggan untuk berinvestasi di perusahaan-perusahaan yang kurang dapat mengantisipasi adanya risiko tersebut. Akibatnya, harga saham perusahaan-perusahaan tersebut menjadi turun. Apabila perusahaan memiliki strategi yang baik dalam memitigasi adanya risiko yang mengancam keberlangsungan perusahaan di masa mendatang, investor akan lebih meyakini untuk berinvestasi di perusahaan-perusahaan tersebut. Informasi yang diberikan oleh perusahaan kepada publik khususnya informasi yang terkait dengan keuangan perusahaan dapat erat kaitannya dengan respon investor (Firmansyah, Utami, Umar & Mulyani, 2020b). Respon investor yang ditunjukkan dengan harga saham di pasar modal menunjukkan nilai perusahaan (Firmansyah & Purnama, 2020).

Nilai perusahaan memiliki peran yang sangat penting bagi keberlangsungan perusahaan di masa mendatang. Apabila perusahaan tidak memiliki strategi dalam menghadapi berbagai risiko yang terjadi di

masa mendatang, maka investor akan merespon kurang baik atas kondisi perusahaan tersebut. Akibatnya, harga saham perusahaan akan turun dan investor akan melepas investasi di perusahaan tersebut sehingga nilai perusahaan menjadi turun. Informasi atas kondisi financial dan nonfinancial yang diberikan kepada publik dapat menjadi acuan bagi investor eksisting dan investor potensial dalam menilai perusahaan terkait dengan keputusan investasinya. Oleh karena itu, nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh kebijakan perusahaan atau strategi perusahaan tertentu yang direspon oleh pasar.

Pengujian terhadap nilai perusahaan telah dilakukan dalam penelitian-penelitian sebelumnya. Faktor-faktor yang digunakan dalam penelitian-penelitian tersebut diantaranya profitabilitas (Mabruroh, Riswan & Lestari, 2015; Rahayu & Asandimitra, 2014; Putri, Nuraina & Styaningrum, 2018; Suwardika & Mustanda, 2017; Apriliyanti, Hermi, & Herawaty, 2019; Christiani & Herawaty, 2019), kebijakan dividen (Mabruroh, *et al.*, 2015; Rahayu & Asandimitra, 2014; Apriliyanti *et al.*, 2019; Arizki, Masdupi & Zulvia, 2019), kebijakan utang (Bahrun *et al.*, 2020; Apriliyanti *et al.*, 2019; Akhtar, Khan, Shahid & Ahmad, 2016; Putri *et al.*, 2018; Primasari, Andini & Pranaditya, 2017; Sucipto & Sudiyatno, 2018; Putri & Rachmawati, 2017, Mayogi & Fidiana, 2016; Purnama, 2016; Ahmat & Yuniati, 2019), ukuran perusahaan (Rahayu & Asandimitra, 2014; Putri *et al.*, 2018; Suwardika & Mustanda, 2017; Christiani & Herawaty, 2019), struktur modal (Putri *et al.*, 2018; Mudjijah, Khalid & Astuti, 2019; Suranto & Walandouw, 2017; Mandalika, 2016), Price Earnings Ratio (Mabruroh *et al.*, 2015; Languju, 2016), pengungkapan CSR (Rahardjo & Murdani, 2016; risiko bisnis (Rahman, 2019), modal intelektual (Putri & Tartilla, 2018; Sirojuddin & Nazaruddin, 2016), pertumbuhan perusahaan (Suwardika & Mustanda, 2017; Suastini, Purbawangsa & Rahyuda, 2016), pertumbuhan penjualan (Apriliyanti *et al.*, 2019; Mandalika, 2016), hedging (Novianti & Firmansyah, 2020), income smoothing (Novianti & Firmansyah, 2020), keputusan investasi (Apriliyanti *et al.*, 2019; Arizki, *et*

al., 2019), kinerja keuangan (Mudjijah *et al.*, 2019; Rahardjo & Murdani, 2016), *cash holding* (Toly, Claudya & Santoso, 2019; Cheryta, Moeljadi & Indrawati, 2018; Putra & Rakhmawati, 2016; Anggraeni, Paramita & Oemar, 2018; Bahrin *et al.*, 2020; Dewi, Tanjung & Indrawati, 2019; Yuliana, 2020), good corporate governance (Ararat, Black & Yurtoglu, 2017; Budiyo & Wulansari, 2018; Fatimah, Mardani & Wahono, 2019; Haryono *et al.*, 2017) dan instrumen derivatif (Firmansyah & Purnama, 2020).

Penelitian ini menggunakan kebijakan utang, *good corporate governance*, dan *cash holding* untuk diuji terhadap nilai perusahaan. Dari sudut pandang teori keagenan, kebijakan utang dan *cash holding* erat kaitannya dengan kebijakan atau diskresi manajemen dalam memilih sumber pendanaan dan strategi manajemen dalam menggunakan kas yang dimiliki perusahaan. Sementara itu, *good corporate governance* diharapkan mampu meminimalisir adanya informasi asimetri antara agent dan principal sehingga agent akan menyelaraskan kepentingan principal. Salah satu kebijakan perusahaan terkait dengan sumber pendanaan adalah kebijakan utang. Pada umumnya setiap perusahaan membutuhkan dana dalam menjalankan aktivitas operasi yang berasal dari sumber internal dan sumber eksternal dalam bentuk utang. Proporsi utang yang tinggi dapat digunakan untuk menghemat pajak (tax saving). Di sisi lain, proporsi utang yang terlalu tinggi dapat menimbulkan risiko biaya kepailitan di masa mendatang. Bahrin *et al.* (2020), Apriliyanti *et al.* (2019), Akhtar *et al.* (2016), dan Putri *et al.* (2018) menemukan bahwa kebijakan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun, Primasari, *et al.* (2017) dan Sucipto & Sudyatno (2018), Putri *et al.* (2018), Putri & Rachmawati (2017), Mayogi & Fidiana (2016), dan Purnama (2016) membuktikan bahwa kebijakan utang tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, Ahmat & Yuniati (2019) membuktikan kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Adanya perbedaan hasil pengujian dalam penelitian-penelitian sebelumnya mengakibatkan pengujian kembali kebijakan utang ter-

hadap nilai perusahaan perlu dilakukan.

Dalam rangka memaksimalkan nilai perusahaan akan muncul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Pihak manajemen lebih mementingkan kepentingan pribadinya yang berbeda dengan tujuan pemegang saham. Kondisi ini dapat mengakibatkan penambahan biaya perusahaan yang merugikan perusahaan. Namun, adanya informasi asimetri memungkinkan pemilik perusahaan tidak mengetahui informasi tersebut. Untuk meminimalisir adanya konflik kepentingan tersebut, penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) perlu dilakukan dalam melindungi kepentingan pemegang saham. Penerapan GCG diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan dan dapat meningkatkan respon positif investor terhadap perusahaan (Budiyo & Wulansari, 2018). Dalam beberapa penelitian, konsep GCG biasanya direpresentasikan dengan komite audit, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dewan direksi, dan dewan komisaris. Ararat *et al.* (2017) dan Budiyo & Wulansari (2018) menemukan bahwa GCG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Fatimah *et al.* (2019) menyimpulkan bahwa GCG tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Adanya inkonsistensi dalam hasil pengujian sebelumnya, maka pengujian kembali GCG terhadap nilai perusahaan perlu untuk dilakukan.

Masalah keagenan terkait dengan peningkatan nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh *cash holding* (Jensen, 1986). *Cash holding* atau kas yang tersedia dalam perusahaan dapat digunakan manajer untuk memenuhi kepentingannya yang mungkin berbeda dengan kepentingan pemegang saham. Kondisi ini dapat memperburuk masalah keagenan yang dapat berdampak pada turunnya respon investor. Untuk menentukan *cash holding*, perusahaan harus mempertimbangkan berbagai faktor, termasuk situasi saat ini, prediksi masa depan, serta kondisi lingkungan internal dan eksternal perusahaan sehingga ketersediaan *cash holding* memberikan manfaat yang maksimal. Apabila terdapat adanya kelebihan kepemilikan kas, manajemen dapat menginvestasikannya dalam bentuk

sekuritas maupun surat berharga lainnya, sehingga dapat menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Toly *et al.* (2019), Cheryta *et al.* (2018), Anggraeni *et al.* (2018), dan Bahrin *et al.* (2020) membuktikan bahwa *cash holding* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, Dewi *et al.* (2019), Yuliana (2020), dan Putra & Rakhmawati (2016) menemukan bahwa *cash holding* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, Rahayu & Asandimitra (2014) yang menunjukkan bahwa *cash holding* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Adanya hasil pengujian yang berbeda-beda dalam penelitian sebelumnya, diperlukan pengujian kembali *cash holding* terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan utang, *good corporate governance*, dan *cash holding* terhadap nilai Perusahaan. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah penggunaan indeks CG dalam pengujian terhadap nilai perusahaan. Budiyo & Wulansari (2018) menggunakan dewan komisaris, kepemilikan institusi, dan kepemilikan manajerial untuk mewakili GCG. Fatimah *et al.* (2019) menggunakan kepemilikan manajerial. Penelitian ini menggunakan indeks pengungkapan *corporate governance* yang mengacu pada Pedoman Umum Penerapan *Good Corporate Governance* Indonesia (KNKCG, 2006) sehingga penggunaan proksi ini lebih menggambarkan kondisi GCG yang sesungguhnya dalam perusahaan.

Penelitian ini menggunakan data keuangan perusahaan sektor *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan pada sektor *consumer goods* yang memiliki proses bisnis dalam produksi dan penjualan barang kebutuhan sehari-hari. Perusahaan sektor *consumer goods* merupakan bagian dari sektor manufaktur merupakan sektor yang paling berpengaruh terhadap distribusi PDB Indonesia pada periode 2014 hingga 2019 dengan sektor *consumer goods* sebagai kontributor terbesarnya dengan kisaran persentase 30% (Badan Pusat Statistik, 2020). Selain itu, akumulasi harga saham sektor *consumer goods* dari 2003 sampai dengan 2019 selalu

naik dengan total akumulasi 1502,96% (investing.com, 2020). Hal ini menunjukkan bahwa *going concern* dari perusahaan sektor ini cukup menjanjikan. Berdasarkan data dan informasi tersebut, perusahaan sektor *consumer goods* memiliki kepastian bisnis yang dapat menarik respon investor dalam pengambilan keputusan investasi.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Konsep Teori

Teori keagenan menjelaskan dimana terjadi permasalahan yang muncul ketika satu atau lebih orang (*principal*) mempekerjakan orang lain (agent untuk menyediakan layanan dan kemudian mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan kepada agent (Randy, 2013). *Principal* terdiri dari para *stakeholder* yang menyediakan dana bagi perusahaan baik itu pemegang saham, kreditur, atau pemerintah. Sementara itu, agen adalah manajer perusahaan yang diberi kewenangan untuk mengelola perusahaan. Adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dan agen yang menimbulkan masalah keagenan (Jensen & Meckling, 1976). Terjadinya konflik kepentingan antara *principal* dan agen karena kemungkinan agent bertindak tidak sesuai dengan kepentingan *principal*. Manajer seyogyanya bertanggung jawab secara moral untuk mengoptimalkan keuntungan para pemilik perusahaan dan mendapatkan kompensasi berdasarkan kinerja yang telah dilakukan sesuai dengan kontrak. Namun, apabila dikaitkan dengan asumsi sifat dasar manusia, manajer sebagai manusia kemungkinan besar akan bertindak berdasarkan sifat oportunistik, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya (Putra & Rakhmawati, 2016). Idealnya, pemegang saham menginginkan manajer bekerja untuk kepentingan mereka. Sebaliknya, manajemen perusahaan terkadang sering bertindak untuk tidak memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi memaksimalkan kemakmuran diri mereka sendiri. Kondisi ini juga dipicu dengan adanya informasi asimetri di mana manajer memiliki informasi yang lebih sempurna terkait dengan kondisi perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham.

Akibatnya, informasi yang disampaikan oleh manajemen kepada publik belum tentu direspon positif oleh pemegang saham karena belum tentu informasi tersebut mendukung kepentingan pemegang saham.

Brigham & Houston (2015) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai sekarang dari *free cash flow* mendatang pada tingkat diskonto sesuai rata-rata tertimbang biaya modal. Sementara itu, Gitman (2006) mengungkapkan nilai perusahaan sebagai nilai aktual per lembar saham yang akan diterima jika semua aset perusahaan dijual sesuai harga pasar. Harga pasar saham menjadi cerminan nilai perusahaan karena investor bersedia mengeluarkan pengorbanan biaya yang dikeluarkan untuk mendapatkan saham tersebut. Nilai perusahaan menjadi tujuan akhir perusahaan yakni memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976; Putra & Rakhmawati, 2016). Selain itu, nilai perusahaan adalah pencapaian perusahaan yang dijadikan sebagai indikator kepercayaan pemegang saham perusahaan sejak berdirinya perusahaan hingga saat ini (Wibowo & Aisjah, 2014). Nilai perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan kemakmuran bagi para pemegang saham sehingga para pemegang saham akan menginvestasikan modalnya kepada perusahaan tersebut (Fenandar & Surya, 2012; Christiawan & Tarigan, 2007). Oleh karena itu, nilai perusahaan merupakan kinerja perusahaan di pasar modal terkait dengan respon investor atas informasi yang diberikan oleh perusahaan kepada publik.

Kebijakan utang merupakan kebijakan pendanaan perusahaan yang sumbernya berasal dari eksternal perusahaan terkait dengan struktur modal perusahaan (Darmawan, 2013; Rahmawati, 2012; Purnama, 2016). Kebijakan utang pada umumnya lebih banyak digunakan oleh perusahaan dibandingkan menerbitkan saham baru karena pilihan tersebut merupakan pilihan terbaik bagi perusahaan (Abdillah, 2014). Selain itu, Brigham & Houston (2015) menyatakan bahwa kebijakan utang merupakan kebijakan perusahaan untuk mendanai operasi menggunakan utang finansial. Tingkat utang pada level tertentu memang dapat meningkatkan keuntungan

bagi perusahaan, namun di level tertentu lainnya dapat merugikan perusahaan (Brigham & Houston, 2015). Oleh karena itu, kebijakan utang merupakan kebijakan perusahaan dalam memilih sumber pendanaan operasi perusahaan dari pinjaman kepada pihak eksternal perusahaan yang diharapkan lebih menguntungkan perusahaan dibandingkan dengan menerbitkan saham baru.

Corporate governance atau tata kelola perusahaan merupakan kerangka peraturan, hubungan sistem, dan proses yang mengatur dan mengendalikan jalannya perusahaan (ASX Corporate Governance Council, 2014). Tata kelola perusahaan dapat juga dilihat sebagai proses dan struktur yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan, dengan tujuan utama meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholder* yang lain (IICG, 2016). Sementara itu, menurut BPKP, *good corporate governance* didefinisikan sebagai sebuah sistem pengendalian dan pengaturan perusahaan yang dapat dilihat dari mekanisme hubungan antara berbagai pihak yang mengurus perusahaan (www.bpkp.go.id). Terdapat lima prinsip umum *good corporate governance* Indonesia dikeluarkan oleh Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) pada tahun 2006 yaitu transparansi, akuntabilitas, fairness, responsibilitas, dan independensi. Oleh karena itu, *good corporate governance* merupakan suatu kerangka yang mengatur atau mengendalikan suatu perusahaan yang berfokus untuk menyelaraskan hubungan antara manajemen dan *shareholder*.

Kas merupakan aset yang paling mungkin untuk digunakan dan dibelanjakan dengan tidak tepat (Kieso, Jerry & Terry, 2014). Menurut Gill & Shah (2012), *cash holding* merupakan kas yang berada di perusahaan dan tersedia untuk investasi aset fisik atau dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen. Sementara itu, Ginglinger & Saddour (2008) mendefinisikan *cash holding* sebagai jumlah uang tunai yang dipegang oleh perusahaan untuk menjalankan kegiatan perusahaan. Terdapat konsekuensi yang ditanggung oleh perus-

ahaan, baik menahan saldo kas yang terlalu besar (*excess cash holdings*) maupun penahanan saldo kas yang terlalu sedikit (*cash shortfall*) (Bayu & Septiani, 2015). Oleh karena itu, *cash holding* merupakan kas atau setara kas yang ditahan oleh perusahaan untuk berbagai tujuan tertentu bagi perusahaan.

Pengembangan Hipotesis

Manajemen cenderung bertindak untuk meningkatkan kemakmuran pribadi dibanding dengan meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Namun, dengan adanya pemilihan sumber dana perusahaan yang bersumber dari utang, bukan meningkatkan fungsi monitoring atas perilaku dan kinerja manajer, malah mengakibatkan meningkatkan informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham (Firmansyah, Fauzi & Yuniar, 2020a). Selain itu, tingkat utang pada level tertentu memang dapat meningkatkan keuntungan bagi perusahaan, namun di level tertentu lainnya dapat merugikan perusahaan (Brigham & Houston, 2015).

Bahrin *et al.* (2020), Apriliyanti *et al.* (2019), Akhtar *et al.* (2016), dan Putri *et al.* (2018) menemukan bahwa kebijakan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian-penelitian tersebut menunjukkan bahwa pendanaan perusahaan yang bersumber dari utang dapat meningkatkan nilai perusahaan yang semakin meningkat. Namun, Putri & Rachmawati (2017), Mayogi & Fidiana (2016), Purnama (2016) menemukan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian dalam penelitian-penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki utang lebih banyak dalam struktur modalnya tidak mendapatkan respon dari pasar. Sementara itu, Ahmat & Yuniati (2019) membuktikan kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa kebijakan utang yang semakin meningkat dapat membahayakan perusahaan di masa mendatang.

Berdasarkan hasil penelitian-penelitian tersebut, di satu sisi apabila perusahaan memiliki utang lebih banyak

memiliki risiko kebangkrutan di masa mendatang, sehingga manajer di Indonesia akan lebih bekerja secara optimal untuk mempertahankan keberlangsungan perusahaan. Di sisi lain, terlepas dari baik buruknya kinerja manajer dalam perusahaan, pengadaaan utang lebih banyak menunjukkan sisi kebijakan sepihak manajer dalam menentukan sumber pendanaan dari utang. Adanya diskresi yang dilakukan manajer dalam pemilihan pendanaan perusahaan dapat meningkatkan informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham. Selain itu, pemilihan sumber dana dari utang yang semakin tinggi memiliki risiko kebangkrutan di masa mendatang (Nugroho & Firmansyah, 2018). Selanjutnya, ketika perusahaan memiliki utang lebih banyak, mengakibatkan perusahaan akan lebih mendahulukan kepentingan kreditor dibandingkan dengan investor, sehingga kepentingan pemegang saham semakin terabaikan (Firmansyah *et al.*, 2020a). Oleh karena itu, kebijakan utang yang semakin meningkat dapat mengakibatkan respon negatif dari investor selaku pemegang saham. Dengan demikian, hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah:

H1: Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

Kepentingan manajer dan pemegang saham seringkali tidak selaras sehingga mengakibatkan adanya informasi asimetri karena manajer memiliki informasi yang lebih sempurna dibandingkan dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Informasi yang disampaikan manajer dalam laporan keuangan merupakan bentuk pertanggungjawaban manajer kepada pemegang saham. Adanya informasi asimetri, tidak selalu mengakibatkan pemegang saham percaya dengan informasi yang disajikan dalam laporan keuangan. Salah satu upaya untuk meminimalisir informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham adalah penerapan *good corporate governance* di dalam perusahaan (Firmansyah & Triastie, 2020; Yapono & Komsatun, 2018; Chen, Sung & Yang, 2017).

Ararat *et al.* (2017), Haryono *et al.* (2017), dan Budiyono & Wulansari (2018) memberikan bukti bahwa GCG ber-

pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa penerapan GCG dapat memberikan respon positif dari investor. Namun, Fatimah *et al.* (2018) tidak dapat membuktikan bahwa GCG dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. GCG merupakan sistem di mana perusahaan dapat diarahkan dan dikendalikan (Cadbury Report, 1992), sehingga kepentingan pemegang saham dapat diselaraskan dengan aktivitas perusahaan yang dijalankan oleh manajer. Implementasi GCG diharapkan dapat mendisiplinkan manajer untuk bekerja lebih profesional dalam mendukung kepentingan pemegang saham (Himmelberg, Hubbard & Palia, 1999). Kondisi tersebut dapat meningkatkan keyakinan investor bahwa kepentingan mereka dapat diselaraskan dengan kepentingan manajer dalam mengelola perusahaan. Akibatnya, investor lebih memiliki keyakinan untuk berinvestasi dalam perusahaan-perusahaan yang menerapkan GCG dengan baik. Selain itu, penerapan GCG dalam perusahaan mengakibatkan manajer akan bekerja lebih profesional sehingga mengurangi adanya informasi asimetri antara manajer dan pemilik perusahaan. Dengan demikian, hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

H2: *Good corporate governance* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Manajer lebih mengetahui kondisi perusahaan secara detail dan komprehensif dibandingkan dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Kondisi tersebut mengakibatkan adanya informasi asimetri khususnya terkait dengan kondisi keuangan perusahaan. Salah satu informasi keuangan yang menjadi sumber informasi asimetri adalah kas yang dikelola oleh perusahaan. Kas menjadi alat terbaik bagi manajer untuk memenuhi kepentingan pribadinya, sehingga manajer cenderung menyimpan kas lebih banyak dari seharusnya (Ye, 2018). Kas merupakan aset perusahaan yang paling likuid sehingga penggunaannya lebih fleksibel dibandingkan dengan aset lainnya. Selain itu, kas merupakan standar dan indikator kekayaan perusahaan yang digunakan untuk aset

lainnya sehingga penggunaan kas menjadi sangat sensitif baik dari sisi manajer maupun dari sisi pemegang saham.

Dewi *et al.* (2019), Yuliana (2020), Putra & Rakhmawati (2016) menemukan bahwa *cash holding* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dianggap memiliki strategi yang mendukung kepentingan pemegang saham dengan memiliki kas yang lebih besar. Di sisi lain, Asante-Darko, Bonsu, Famiyeh, Kwarteng & Goka (2018), Toly *et al.* (2019), Cheryta *et al.* (2018) Anggraeni *et al.* (2018), dan Bahrin *et al.* (2020) menemukan bahwa *cash holding* yang dilakukan oleh perusahaan dapat menurunkan nilai perusahaan. Adanya informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham, pengelolaan kas yang dilakukan oleh manajer dianggap bukan untuk kepentingan pemegang saham. Manajer menggunakan kas yang dikelolanya untuk mendukung kepentingan mereka, bukan untuk didistribusikan dalam bentuk dividen ataupun aset-aset produktif yang dapat meningkatkan kepastian kelangsungan perusahaan di masa mendatang. Apabila perusahaan memiliki persediaan kas yang melebihi batas wajar, maka manajer bisa melakukan aktivitas yang mengurangi nilai perusahaan seperti mengambil kas yang merupakan aset paling likuid demi keuntungan pribadi manajer (Asante-Darko *et al.*, 2018). Akibatnya, informasi kepemilikan kas yang besar di dalam perusahaan merupakan informasi yang respon negatif oleh pemegang saham sehingga investor enggan untuk berinvestasi di perusahaan-perusahaan tersebut. Dengan demikian, hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah:

H3: *Cash holding* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif. Data sekunder penelitian ini berupa laporan keuangan, laporan tahunan, harga saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2015 sampai dengan tahun 2018. Data tersebut diperoleh dari www.idx.co.id, www.finance.yahoo.com, dan website resmi

perusahaan sektor *consumer goods* yang telah go public. Pengumpulan data dilakukan selama bulan Mei 2020. Sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling* yang memenuhi kriteria (1) Perusahaan yang termasuk dalam sektor *consumer goods* pada periode pengumpulan data; (2) Perusahaan tersebut telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebelum 1 Januari 2015; (3) Perusahaan sektor *consumer goods* yang memiliki laporan keuangan dan laporan tahunan dengan informasi lengkap selama tahun 2015-2018; (4) Perusahaan sektor *consumer goods* yang memiliki ekuitas positif; (5) Perusahaan sektor *consumer goods* tidak memiliki data *outlier*.

Variabel terikat pada penelitian ini adalah nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan proksi rasio Tobin's Q dalam menghitung nilai perusahaan sebagaimana Kurnia & Wirasedana (2018) dan Fimansyah & Purnama (2020):

$$TOBINSQ = \frac{MVE + DEBT}{TA}$$

dimana: TOBINSQ = Nilai perusahaan (Y); MVE = Nilai pasar ekuitas (harga saham penutupan x jumlah saham beredar); DEBT= Total utang perusahaan; TA = Total aktiva

Selain itu, untuk membandingkan hasil pengujian dengan proksi sebelumnya, penelitian ini juga menggunakan *price to book value* sebagai proksi yang mewakili nilai perusahaan.

$$PBV = \frac{\text{Harga saham per lembar akhir tahun}}{\text{Nilai buku ekuitas per lembar saham akhir tahun}}$$

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan utang, GCG, dan *cash holding*. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini mengikuti Mayogi & Fidiana (2016) dan Sucipto & Sudiyatno (2018) yaitu *Debt to Equity Ratio* (DER) yang dihitung sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}}$$

GCG dalam penelitian ini menggunakan indeks pengungkapan *corporate governance* sebagaimana Febrianita (2018). Indeks tersebut diperoleh dari item

yang menjadi kriteria umum GCG pada Annual Report Award (ARA) yang mengacu pada Pedoman Umum Penerapan *Good Corporate Governance* Indonesia (KNKCG, 2006). Item-item tersebut diklasifikasikan menjadi 28 item. Item-item tersebut dicocokkan dengan informasi yang disajikan dalam laporan tahunan perusahaan. Metode yang digunakan untuk membuat indeks pengungkapan *corporate governance* adalah memberikan nilai 1 untuk item yang diungkapkan dan nilai 0 untuk item yang tidak diungkapkan. Perhitungan GCG disajikan sebagai berikut:

$$GCG = \frac{\text{Total item GCG yang disajikan di Laporan}}{\text{Total Kriteria umum GCG}}$$

Pengukuran *cash holding* yang digunakan dalam penelitian ini Bayu & Septianti (2015) yaitu sebagai berikut:

$$CASH = \frac{\text{Kas dan Setara Kas}}{\text{Total Aset}}$$

Selain itu, penelitian ini juga menambahkan tiga variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, umur perusahaan, dan profitabilitas yang diharapkan dapat mengendalikan model penelitian. Ukuran perusahaan merupakan suatu ukuran besar atau kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan melalui total aktiva yang dimiliki perusahaan (Apriliyanti *et al.*, 2019). Proksi yang digunakan dalam penelitian ini mengikuti Apriliyanti *et al.* (2019), Christiani & Herawaty (2019), dan Putri (2018) yaitu sebagai berikut:

$$SIZE = \ln(\text{Total Aset})$$

Umur perusahaan berkaitan dengan lama eksistensi dari suatu perusahaan. Umur perusahaan menunjukkan reputasi sebuah lini bisnis dan kapabilitas perusahaan dalam menjalankan bisnis tersebut (Ayuba, Bambale, Ibrahim & Sulaiman, 2019). Perusahaan yang telah lama berdiri umumnya mempunyai reputasi yang lebih baik daripada perusahaan yang baru berdiri. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini mengikuti Toly *et al.* (2019), Ayuba *et al.* (2019), dan Ararat *et al.* (2017), yaitu sebagai berikut:

AGE = Ln (Tahun pengamatan - tahun terdaftar)

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktivitas operasinya (Mayogi & Fidiana, 2016). Proksi yang digunakan untuk menghitung profitabilitas adalah Return on Equity (ROE) sebagaimana Mayogi & Fidiana (2016), yaitu sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Laba setelah pajak (EAT)}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Pengujian hipotesis dilakukan dengan analisis regresi berganda dengan data panel. Adapun, model penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$TOBINSQ_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 GCG_{it} + \beta_3 CASH_{it} \dots\dots\dots (1)$$

$$PBV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 GCG_{it} + \beta_3 CASH_{it} + \beta_4 SI_{it} \dots\dots\dots (2)$$

Dimana: TOBINSQ_{it}: nilai perusahaan i pada tahun t (model utama); PBV_{it}: nilai perusahaan i pada tahun t (model tambahan); DER_{it}: kebijakan utang perusahaan i pada tahun t; GCG_{it}: indeks *corporate governance* perusahaan i pada tahun t; CASH_{it}: *cash holding* perusahaan i pada tahun t; SIZE_{it}: ukuran perusahaan i pada tahun t; AGE_{it}: umur perusahaan i pada tahun t; ROE_{it}: tingkat profitabilitas perusahaan i pada tahun t; A₀: konstanta; ε_{it}: error.

Berdasarkan model tersebut, hipotesis statistika yang diuji adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1

H0: β₁ = 0, tidak ada pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan.

H1: β₁ ≠ 0, terdapat pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 2

H0: β₂ = 0, tidak ada pengaruh good corporate governance terhadap nilai perusahaan.

H2: β₂ ≠ 0, terdapat pengaruh good corporate governance terhadap nilai perusahaan

Hipotesis 3

H0: β₃ = 0, tidak ada pengaruh *cash holding* terhadap nilai perusahaan.

H2: β₃ ≠ 0, terdapat pengaruh *cash holding* terhadap nilai perusahaan

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Seluruh hasil pemilihan sampel pada penelitian ini mulai dari 677 perusahaan hingga terpilih 32 perusahaan sebagai sampel dapat dilihat secara lebih detail pada Tabel 1. Berdasarkan hasil analisis statistika deskriptif TobinsQ memiliki rata-rata sebesar 3.4104, nilai maksimum sebesar 23.285 yang dimiliki oleh UNVR tahun 2017, nilai minimum sebesar 0.4219 yang dimiliki oleh MRAT tahun 2016. PBV memiliki rata-rata sebesar 5.9743, nilai maksimum sebesar 82.444 yang dimiliki oleh MYOR tahun 2018, sedangkan nilai minimum sebesar 0.2078 dimiliki oleh UNVR tahun 2018.

DER memiliki rata-rata sebesar 0.7798, nilai maksimum 2.6545 dimiliki oleh perusahaan UNVR pada tahun 2017, nilai minimum 0.0761 dimiliki oleh SIDO pada tahun 2015. Nilai GCG tertinggi dimiliki oleh INAF pada tahun 2017 dengan nilai 0.8571 dengan memenuhi 24 kriteria dari 28 kriteria. STTP tahun 2016 menjadi perusahaan dengan perolehan GCG terendah karena hanya memenuhi 1 dari 28 kriteria. Rata-rata hasil GCG berada pada nilai 0.4767 atau sekitar 13 sampai 14 kriteria terpenuhi dari 28 kriteria. Hal ini hampir setengah dari perusahaan data sampel memberikan perhatian untuk tata kelola perusahaannya dengan baik. Nilai CASH rata-rata sebesar 0.1298 dengan nilai maksimum dan minimum berurutan sebesar 0.6323 dan 0.0008. DLTA pada tahun 2018 sebagai pemegang nilai tertinggi CASH dengan nilai kas dan setara kas sebesar Rp963.342.137.000,- dibandingkan dengan nilai total aset sebesar Rp.1.523.517.170.000,-. Perusahaan dengan pemegang rasio CASH terendah adalah CEKA tahun 2018 sebesar Rp.1.010.163.064 dibanding Rp.1.168.956.042.706,-.

Nilai SIZE terbesar dimiliki oleh INDF pada tahun 2018 dengan total aset senilai Rp.96.537.796.000.000 atau sebesar 32.200 (nilai logaritma natural). Sementara itu, KICI pada tahun 2015 menjadi perusahaan yang memiliki nilai SIZE paling kecil dengan total aset Rp133.831.888.816,- atau

sebesar 25.619 (nilai *logaritma natural*). Rata-rata SIZE sebesar 28.517 (*logaritma natural*). MERK perusahaan dengan umur paling lama yang terdaftar pada tanggal 23 Juli 1981 dengan nilai *logaritma natural* 3.623. Data sampel penelitian dengan nilai AGE terkecil yaitu perusahaan CINT yang terdaftar pada tanggal 27 April 2014 dengan nilai *logaritma natural* sebesar 0.5184. Variabel kontrol dalam penelitian ini berperan menjaga hasil penelitian. Nilai rata-rata AGE berada pada *logaritma natural* 2.8175. Rata-rata rasio ROE sebesar 0.2132. ROE terbesar dimiliki oleh MERK dengan nilai 2.2544 pada tahun 2018. Nilai ROE terkecil dimiliki oleh MBTO pada tahun 2018 senilai -0.373521. Hasil analisis statistika deskriptif disajikan secara lebih detail pada Tabel 2.

Selanjutnya, dalam pengujian hipotesis, model regresi terbaik untuk

model utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah *fixed effect model* (FEM). Adapun hasil pengujian model utama dan model tambahan disajikan pada Tabel 3.

Pengaruh Kebijakan utang terhadap nilai perusahaan

Dari hasil pengujian utama menunjukkan bahwa nilai prob. variabel kebijakan utang sebesar 0.242 (>10 persen) dengan koefisien 0.581. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini sejalan dengan Putri & Rachmawati (2017), Mayogi & Fidiana (2016), Purnama (2016). Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Akhtar *et al.* (2016), Primasari *et al.* (2017), Sucipto & Sudiyatno (2018), Putri *et al.* (2018), Bahrin *et al.* (2020), Apriliyanti *et al.* (2019) dan Ahmat & Yuniati (2019).

Tabel 1.
Sampel Penelitian

No	Keterangan	Jumlah	Ukuran
	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tanggal 1 Mei 2020	677	Perusahaan
	Perusahaan yang tidak termasuk dalam sektor <i>consumer goods</i>	(624)	Perusahaan
1	Perusahaan yang termasuk dalam sektor <i>consumer goods</i> pada tanggal 1 Mei 2020	53	Perusahaan
2.	Perusahaan <i>consumer goods</i> yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia setelah 1 Januari 2015	(18)	Perusahaan
3.	Perusahaan sektor <i>consumer goods</i> yang memiliki laporan keuangan dan laporan tahunan tidak lengkap selama tahun 2015-2018.	0	Perusahaan
4.	Perusahaan <i>consumer goods</i> dengan ekuitas negatif pada tahun 2015-2018	(1)	Perusahaan
5.	Perusahaan <i>consumer goods</i> dengan data <i>outlier</i>	(1)	Perusahaan
	Jumlah sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian	32	Perusahaan
	Periode penelitian	4	Tahun
	Total sampel penelitian	128	Firm-Year

Tabel 2.
Statistik Deskriptif

	TO-BINSQ	PBV	DER	GCG	CASH	SIZE	AGE	ROE
Mean	3,4104	5,9743	0,7798	0,4740	0,1331	28,532	2,8175	0,2132
Median	1,6825	1,9235	0,5946	0,4642	0,1060	28,087	3,1119	0,1240
Std Dev	4,396	3,9082	0,5582	0,1936	0,1294	1,6280	0,7114	0,3716
Min.	0,4219	0,2078	0,0761	0,0357	0,0008	25,619	0,5184	-0,373
Max.	23,285	82,444	2,6545	0,8571	0,6323	32,200	3,6234	2,2544
Obs	128	128	128	128	128	128	128	128

Idealnya, manajer menggunakan utang dalam struktur pendanaan perusahaan dengan harapan dapat meningkatkan laba bersih setelah pajak atau memanfaatkan tax saving. Tax saving diperoleh dari beban utang dan bunga utang yang dapat menjadi pengurang dalam menghitung penghasilan kena pajak sesuai dengan peraturan perpajakan di Indonesia. Penggunaan utang dalam struktur pendanaan mungkin dapat mengakibatkan peningkatan informasi asimetri dan dapat mengakibatkan respon negatif dari investor. Namun, hal tersebut tidak terbukti dari pengujian dalam penelitian ini.

Kebijakan penggunaan pendanaan dari sumber utang erat kaitannya dengan kekhawatiran pemangku kepentingan terjadinya financial distress akibat perusahaan memiliki potensi pailit di masa mendatang. Secara teori, kebijakan utang dianggap dapat meningkatkan masalah keagenan antara manajer dengan investor. Adanya jumlah utang yang lebih besar memungkinkan bahwa perusahaan memiliki potensi untuk mengalami kerugian di masa mendatang. Investor menganggap bahwa kebijakan utang mengakibatkan adanya masalah keberlangsungan perusahaan di masa mendatang. Akibatnya, informasi kebijakan utang bukan merupakan informasi yang sejalan dengan kepentingan investor. Namun, berdasarkan hasil penelitian ini, informasi kebijakan utang yang dilakukan oleh perusahaan bukan merupakan informasi yang direspon oleh

investor.

Perusahaan sektor consumer goods yang digunakan dalam penelitian ini diduga merupakan perusahaan-perusahaan yang memiliki manajemen kebijakan utang yang baik sehingga informasi penggunaan utang yang lebih tinggi bagi investor bukan merupakan informasi yang mengkhawatirkan. Investor percaya bahwa perusahaan dapat mengatasi utang-utang jatuh tempo karena memiliki sistem pengelolaan uang yang baik dalam terutama dalam pelunasan utang kepada pihak eksternal. Selain itu, penggunaan utang tidak membebani perusahaan karena secara operasional secara rata-rata perusahaan dapat mendapatkan laba yang baik. Kondisi tersebut mencerminkan kinerja perusahaan yang baik dan memberikan harapan keberlangsungan perusahaan di masa mendatang. Berdasarkan informasi dalam statistik deskriptif menunjukkan bahwa penggunaan utang oleh perusahaan *consumer goods* secara relatif tidak terlalu tinggi. Terlepas dari adanya masalah informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham, perusahaan lebih berhati-hati dalam menerapkan kebijakan utang yang diambil supaya tidak mengganggu kinerja perusahaan dan adanya potensi keberlangsungan perusahaan di masa depan.

Pengaruh GCG terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil pengujian utama menunjukkan bahwa nilai prob. variabel GCG sebesar 0.437 (>10 persen) dengan koefisien 0.388.

Tabel 3.
Hasil Uji Regresi Data Panel

Variabel	Tobins Q (Model Utama)			PBV (Model Tambahan)		
	Coeff	t-Stat	Prob.	Coeff	t-Stat	Prob.
C	-27,373	-1.183	0.119	-8.093	-1.208	0.114
DER	0.581	0.702	0.242	1.843	2.511	0.006
GCG	0.388	0.157	0.437	0.663	0.379	0.352
CASH	-10.679	-2.613	0.005	3.526	1.055	0.146
SIZE	1.206	1.429	0.078	0.265	1.078	0.141
AGE	-0.911	-0.636	0.263	0.323	0.795	0.213
ROE	-1.303	-1.467	0.073	2.533	1.184	0.119
Adj R ²		0.817			0.060	
Prob(F-stat)		0.000			0.034	

Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Ararat *et al.* (2018) dan Juwita (2019). Perbedaan hasil penelitian ini dapat disebabkan oleh perbedaan proksi dan sampel perusahaan yang digunakan. Dalam implementasi GCG, perusahaan perlu menyesuaikan struktur perusahaan, menambah ketentuan-ketentuan yang harus dijalankan oleh perusahaan, dan menjalankan berbagai program GCG, yang mengakibatkan muncul biaya tambahan sebagai *bonding cost*. Pembuat kebijakan CGC ini mengharapkan bahwa implementasi GCG dapat menyelaraskan kepentingan antara manajer dan investor sehingga mengurangi informasi asimetri dan konflik kepentingan di antara keduanya. Berdasarkan data statistik dalam penelitian ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan telah mengklaim penerapan CG-nya sudah cukup baik. Idealnya, implementasi GCG oleh perusahaan mengindikasikan semakin baiknya mekanisme tata kelola perusahaan. Namun, berdasarkan hasil pengujian dalam penelitian ini, implementasi GCG bukan merupakan informasi yang direspon positif oleh investor. Hal ini mungkin terdapat ketidakpercayaan investor terkait dengan penerapan GCG oleh perusahaan. Investor belum merasa yakin bahwa kualitas penerapan GCG dilakukan perusahaan sesuai dengan yang seharusnya.

Walaupun perusahaan melakukan klaim dalam laporan tahunannya bahwa GCG telah dilakukan sesuai dengan ketentuan, namun informasi tersebut mungkin masih dianggap oleh investor terkait dengan persyaratan administrasi saja (Saksessia & Firmansyah, 2020). Selain itu, adanya informasi GCG yang disajikan oleh perusahaan melalui dokumen publik seperti laporan tahunan masih kurang lengkap atau terdapat adanya kesalahan penyajian yang mengakibatkan informasi tersebut direspon oleh investor. Investor masih menganggap bahwa penerapan GCG oleh perusahaan hanyalah sebuah kerangka yang mengatur atau mengendalikan suatu perusahaan yang berfokus untuk menjaga hubungan antara manajemen dan pemegang saham. Implementasi GCG yang

dilakukan perusahaan diduga untuk menghindari sanksi dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Nilai perusahaan yang menunjukkan respon positif investor atas informasi yang diberikan perusahaan mungkin sulit untuk ditafsirkan oleh investor karena implementasi GCG yang kurang layak dapat merugikan pemegang saham (Core, Hail & Verdi, 2015). Selain itu, informasi GCG yang disajikan oleh perusahaan dalam dokumen publik seperti laporan tahunan perusahaan.

Selanjutnya, informasi GCG yang disajikan oleh perusahaan tidak direspon oleh investor adalah investor hanya memperhatikan beberapa kriteria saja dari kriteria yang ada. Investor lebih fokus ke kriteria GCG utama seperti komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, komite audit, manajemen risiko dan sistem pengendalian internal. Ini dibuktikan dengan beberapa penelitian sebelumnya yang meneliti pengaruh GCG dengan proksi salah satu kriteria utama tersebut. Sementara penelitian ini menggunakan 28 kriteria umum GCG pada ARA. Investor mungkin mengabaikan kriteria yang tampak kurang populer seperti komite nominasi dan remunerasi, penilaian komite audit, pengungkapan informasi auditor eksternal dan *whistleblowing system*. Namun demikian, berdasarkan pengamatan yang telah dilakukan bahwa perusahaan yang memiliki nilai indeks pengungkapan GCG besar dan berusia diatas rata-rata industri mempunyai nilai perusahaan yang besar. Oleh karena itu, penerapan GCG yang baik akan memperbaiki budaya perusahaan yang memiliki dampak pada nilai perusahaan di jangka panjang (Aggarwal, Schloetzer & Williamson, 2019).

Pengaruh *Cash Holding* terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil pengujian utama menunjukkan bahwa nilai prob. variabel *cash holding* sebesar 0.005 (<1 persen) dengan koefisien -10.679. Hal ini menunjukkan bahwa *cash holding* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Setiap kenaikan 1 persen *cash holding* maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan sebesar 10.679 persen

(asumsi variabel lain konstan). Hasil pengujian ini menerima hipotesis yaitu *cash holding* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil temuan ini sejalan dengan Toly *et al.* (2019) dan Cheryta *et al.* (2018). Apabila perusahaan memiliki persediaan kas yang melebihi batas wajar, maka manajer dapat melakukan aktivitas yang untuk kepentingan pribadi yang meningkatkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Asante-Darko *et al.*, 2018). Teori keagenan menjelaskan bahwa tujuan dari manajer dan pemegang saham sering tidak konsisten. Manajer sebagai pihak internal manajemen lebih mengetahui kondisi perusahaan secara detail dan komprehensif dibandingkan dengan pemegang saham sehingga manajer dimungkinkan dapat menggunakan diskresi dan kekuasaannya menggunakan aset perusahaan seperti kas untuk tujuan pribadi tertentu (Cheryta *et al.*, 2018).

Dalam mewujudkan tujuan pribadi tertentu tersebut, kas menjadi alat terbaik karena sifatnya yang fleksibel dan mudah digunakan untuk banyak keperluan pribadi. Manajer dapat melakukan investasi dengan menggunakan uang perusahaan dan tidak mengungkapkan kepada investor atau pasar modal. Kondisi ini berpotensi bagi manajer untuk memilih memegang kas lebih banyak. Sementara itu, investor mengharapkan pembagian keuntungan dalam bentuk dividen atau ekspansi perusahaan untuk keberlangsung perusahaan di masa mendatang. Oleh karena itu, adanya perbedaan tujuan dan kepentingan tersebut dapat meningkatkan konflik kepentingan di antara keduanya. Akibatnya, investor akan merespon negatif untuk perusahaan-perusahaan yang melakukan *cash holding* yang tinggi. Konsekuensi lain terkait timbulnya *opportunity cost* akibat memegang kas dengan melewatkan imbal hasil dari pemanfaatan kas yang dimiliki oleh perusahaan. Apabila kas yang dikelola perusahaan digunakan untuk investasi atau ekspansi pasar sehingga perusahaan dapat menghasilkan tambahan pengembalian atau keuntungan. Hal ini sejalan dengan statistik deskriptif dalam penelitian yang menunjukkan bahwa perusahaan *consumer goods* di Indonesia cenderung untuk mem-

iliki persediaan kas yang lebih sedikit. Manajer perusahaan lebih menggunakan kas yang dimiliki untuk aktivitas-aktivitas yang lebih produktif untuk menunjang keberlangsungan perusahaan di masa mendatang.

Selain itu, investor mengharapkan bahwa kas juga dapat dialokasikan ke portofolio yang lebih aman yang menghasilkan pengembalian tetap pada pasar uang. Kesempatan tersebut hilang karena manajer dalam perusahaan memegang kas yang terlalu banyak dan tidak dimanfaatkan yang menyebabkan hilangnya kesempatan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan ataupun memenuhi harapan-harapan pemegang saham. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *cash holding* yang tinggi cenderung mengakibatkan nilai perusahaan yang semakin rendah. Informasi atas persediaan kas menjadi informasi yang sensitif bagi investor perusahaan *consumer goods*.

Robustness Test

Hasil pengujian dengan menggunakan model tambahan menunjukkan nilai prob. variabel kebijakan utang sebesar 0,006 (<1%) dengan koefisien sebesar 1,843. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Setiap kenaikan 1 persen kebijakan utang maka nilai perusahaan akan mengalami kenaikan sebesar 1.843 persen (asumsi variabel lain konstan). Namun, arah pengujian hasil tersebut berbeda dengan hipotesis penelitian ini, sehingga berdasarkan hasil pengujian model tambahan dapat disimpulkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini sejalan dengan hasil pengujian model utama yaitu pengujian menolak hipotesis. Selanjutnya, hasil pengujian tambahan menunjukkan bahwa nilai prob. variabel GCG sebesar 0.352(>10%) dengan koefisien sebesar 0.663. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini menolak hipotesis dan sejalan dengan hasil pengujian model utama. Sementara itu, hasil pengujian tambahan menunjukkan bahwa nilai prob. variabel *cash holding*

sebesar 0.146(>10%) dengan koefisien sebesar 3.526. Hal ini menunjukkan bahwa *cash holding* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini berbeda dengan hasil pengujian model utama.

Hasil pengujian dalam model tambahan, terdapat 2 hasil pengujian yang sejalan dengan pengujian model utama dan 1 hasil pengujian yang berbeda dengan pengujian model utama. Untuk hasil pengujian model tambahan yang sejalan dapat memperkuat hasil pengujian model utama sedangkan hasil pengujian model tambahan yang tidak sejalan dengan hasil model utama perlu untuk diinvestigasi lebih lanjut baik dari jumlah data maupun dari karakteristik datanya. Hasil pengujian model utama dan model tambahan menunjukkan bahwa adjusted R² model utama lebih tinggi dibandingkan dengan Adjusted R² model tambahan. Hasil tersebut menyimpulkan bahwa penggunaan proksi Tobin's Q sebagai ukuran nilai perusahaan dalam penelitian ini lebih baik dibandingkan dengan *Price to Book Value*.

SIMPULAN

Penggunaan utang dalam kebijakan pendanaan perusahaan bukan menjadi suatu hal yang dipermasalahkan oleh investor. Walaupun penggunaan utang dapat berpotensi pada kebangkrutan di masa depan perusahaan, informasi tersebut bukan suatu hal yang penting bagi investor. Selain itu, perusahaan di Indonesia menjalankan GCG hanya untuk memenuhi kepatuhan administratif agar tidak dikenai sanksi oleh OJK. Perusahaan di Indonesia memerlukan waktu dalam menerapkan GCG secara substansi. Oleh karena itu, informasi penerapan GCG di Indonesia, bagi investor bukan merupakan informasi yang dapat digunakan dalam pengambilan keputusan. Sementara itu, informasi terkait dengan *cash holding* terbukti merupakan informasi yang menjadi perhatian utama bagi investor. Investor menganggap bahwa jumlah kas yang dimiliki oleh perusahaan erat kaitannya dengan diskresi manajer untuk menjalankan kepentingan-kepentingannya yang tidak sejalan dengan kepentingan investor.

KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, perhitungan variabel GCG dalam penelitian ini menggunakan 28 kriteria yang dibuat oleh OJK pada Annual Report Award (ARA). Dalam melakukan indeks tersebut, terdapat kemungkinan adanya unsur subjektivitas yang tidak dapat dihindarkan. Kedua, periode sampel dari 2015-2018 terkait variabel GCG yang menyesuaikan dengan peraturan yang berlaku Peraturan OJK Nomor 21/POJK.04/2015 tentang Penerapan Pedoman Tata Kelola Perusahaan Terbuka sedangkan pada saat pengumpulan data dilakukan, data laporan keuangan tahun 2019 masih banyak yang belum tersedia. Ketiga, hasil penelitian ini tidak dapat menggeneralisasi untuk seluruh perusahaan di Indonesia ataupun untuk sektor lainnya. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya dapat menggunakan data keuangan sektor lainnya baik di Indonesia ataupun di negara lainnya untuk membandingkan hasil penelitian tersebut dengan hasil penelitian ini. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi lainnya untuk variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini atau memperluas variabel independen yang digunakan.

Penelitian ini membuktikan bahwa teori keagenan berlaku terkait dengan informasi jumlah kas yang dimiliki oleh perusahaan. Informasi kepemilikan kas oleh perusahaan menjadi informasi yang sensitif baik bagi manajer maupun bagi pemegang saham. Manajer memiliki kepentingan terkait dengan kas yang dimiliki oleh perusahaan untuk kebijakan-kebijakan yang tidak diselaraskan dengan kepentingan pemegang saham. Selain itu, hasil penelitian ini dapat digunakan oleh OJK dalam *monitoring* pelaksanaan GCG maupun perlindungan investor di pasar modal Indonesia khususnya terkait dengan meminimalisir adanya informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham. Selain itu, hasil penelitian ini dapat digunakan oleh OJK untuk berkoordinasi dengan Ikatan Akuntan Indonesia dalam pengaturan pengungkapan informasi keuangan yang diberikan oleh perusahaan kepada publik.

DAFTAR PUSTAKA

- Aditya Pratama (2020). Covid-19 Jadi Ancaman Turunnya IHSG. Diakses dari <https://idxchannel.okezone.com>
- Aggarwal, R., Schloetzer, J. D., & Williamson, R. (2019). Do corporate governance mandates impact long-term firm value and governance culture? *Journal of Corporate Finance*, 59, 202-217.
- Ahmat, & Yuniati, T. (2019). Pengaruh profitabilitas, kebijakan dividen, dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen (JIRM)*, 8(1), 1-16.
- Akhtar, W. M., Khan, F. A., Shahid, A., & Ahmad, J. (2016). Effects of debt on value of a firm. *Journal of Accounting & Marketing*, 5(4), 1-4
- Anggraeni, S. B., Paramita, P. D., & Oemar, A. (2018). Pengaruh free cash flow, risiko bisnis dan investment opportunity set terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening. *Journal of Accounting*, 4(4), 1-18.
- Apriliyanti, V., Hermi, & Herawaty, V. (2019). Pengaruh kebijakan hutang, kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. *Jurnal Magister Akuntansi Trisakti*, 6(2), 201-224.
- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30, 113-132.
- Arizki, A., Masdupi, E., & Zulvia, Y. (2019). Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur. *Jurnal Kajian Manajemen dan Wirausaha*, 1 (1), 73-82.
- Asante-Darko, D., Bonsu, B. A., Famiyeh, S., Kwarteng, A. & dan Goka, Y. (2018). Governance structures, cash holdings and firm value on The Gana Stock Exchange. *Corporate Governance*, 18 (4), 671-685.
- ASX Corporate Governance Council. (2014). *Corporate governance principles and recommendations, 3rd edition*. Sydney: ASX.
- Ayuba, H., Bambale, A. J. A., Ibrahim, M. A., & Sulaiman, S. A. (2019). Effects of financial performance, capital structure and firm size on firms' value of insurance companies in Nigeria. *Journal of Finance, Accounting & Management*, 10(1), 57-74.
- Azmat, Q. (2014). Firm value and optimal cash level: Eevidence from Pakistan. *International Journal of Emerging Markets*, 9(4), 488-504.
- Badan Pusat Statistik. (2020). *Distribusi PDB triwulanan atas dasar harga berlaku menurut lapangan usaha (persen), 2014-2020*. Diakses dari <https://www.bps.go.id/>
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data, third edition*. England: John Wiley & Sons.
- Bayu, A., & Septiani, A. (2015). Pengaruh cash holdings terhadap nilai perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 4(4), 78-86.
- Behn, B. K., Carver, B.T., & Neal, T. L. (2013). Small firms and the value of improvements in corporate governance mechanisms. *Advances in Accounting*, 29(2), 171-179.
- Brigham, E., & Houston, J. F. (2015). *Dasar-dasar manajemen keuangan, edisi tiga belas*. Jakarta: Salemba Empat.
- Budiyono, & Wulansari, F. A. (2018). Good corporate governance management on corporate values (Empirical study on chemical companies listed on the Indonesia Stock Exchange pPeriod 2013-2015). *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAAR)*, 2(1), 45-56.
- Bursa Efek Indonesia. (2020). *Produk indeks*. Diakses dari <https://www.idx.co.id/>
- Cadbury Report. (1992). *Report of committee on he financial taspects of corporate governance*. Great Britain: Gee.
- Chen, N., Sung, H.-C., & Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. *Pacific Accounting Review*, 29(3), 266-282.
- Cheryta, A. M., Moeljadi, & Indrawati, N. K. (2018). Leverage, asymmetric information, firm value, and cash holdings in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22(1), 83-93.
- Christiani, L., & Herawaty, V. (2019). *Pengaruh kepemilikan manajerial, komite audit, leverage, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan manajemen laba sebagai variabel moderasi*. Prosidings Seminar Nasional Cendekiawan, 2-35.
- Christiawan, Y.J. dan Tarigan J. 2007.

- Kepemilikan manajerial: kebijakan hutang, kinerja dan nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9(1), 1-8
- Core, J. E., Hail, L., & Verdi, R. S. (2015). Mandatory disclosure quality, inside ownership, and cost of capital. *European Accounting Review*, 24(1), 1-29.
- Dewi, D. K., Tanjung, A. R., & Indrawati, N. (2018). Analisis pengaruh free cash flow, investment opportunity set, ukuran perusahaan dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel moderating (Sstudi pada perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016). *Jurnal Ekonomi*, 26(2), 101-121.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: an assesment and review. *Academy of management Review*, 14, 57-74.
- Fadly Bahrn, M., Tifah, T., & Firmansyah, A. (2020). Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, Dan Arus Kas Bebas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 8(3), 263 - 276.
- Fatimah, Mardani, R. M., & Wahono, B. (2019). Pengaruh good corporate governance terhadap nilai perusahaan dengan kinerja keuangan sebagai variabel intervening (Sstudi kasus pada perusahaan manufaktur subsektor barang. *Jurnal Ilmiah Riset Manajemen*, 8(15), 51-69.
- Fenandar, I. G., & Surya, R. (2012). Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 1(2), 01-10.
- Firmansyah, A., & Purnama, E. D. B. (2020). Do derivatives instruments ownership decrease firm value in Indonesia? *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 5(1), 1-9.
- Firmansyah, A., & Triastie, G. A. (2020). The role of corporate governance in emerging market: Tax avoidance, corporate social responsibility disclosures, risk disclosures, and investment efficiency. *Journal of Governance and Regulation*, 9(3), 8-26
- Firmansyah, A., Fauzi, I., & Yuniar, M. R. (2020a). Biaya utang dari sudut pandang kebijakan dividen, volatilitas laba, dan kualitas akrual. *Akurasi: Studi Akuntansi dan Keuangan*, 3 (2), 109-129
- Firmansyah, A., Utami, W., Umar, W., & Mulyani, S. D. (2020b). The role of derivative instruments on risk relevance from emerging market non-financial companies. *Journal of Governance and Regulation*, 9(2), 45-63
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi analisis multivariate 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), 70-79.
- Ginglinger, E., & Saddour, K. (2008). Cash holdings, corporate governance and financial constraints. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1188843> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1188843>.
- Gitman, L. (2006). *Princip of managerial finance, 10th eEdition*. Boston: Pearson Education.
- Gujarati. D.N., & Porter, D. C. (2010). *Dda-sar-dasar ekonometrika; edisi 5*. Jakarta: Salemba Empat.
- Haryono, S. A., Fitriany, F., & Fatima, E. (2017). Pengaruh Struktur Modal Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 14(2), 119-141.
- Haryono, S. A., Fitriany, & Fatima, E. (2017). Pengaruh struktur modal dan struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 14(2), 119-141.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Idxchannel.okezone.com. (2020)
- IICG. (2016). *Laporan program riset dan pemeringkatan corporate governance perception index 2015*. Jakarta: IICG.
- Investing.com. (2020). *IDX consumer industry*. Diakses dari <https://www.investing.com/>
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Mmanagerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305- 360.
- Juwita, R. (2019). The effect of corporate governance and family ownership on

- firm value. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 8, 168-178.
- Kieso, D. E., Jerry, J. W., & Terry, D. W. (2018). *Intermediate Accounting, Third Edition, IFRS Edition*. USA: Wiley.
- KNKCG. (2006). *Pedoman umum good corporate governance*. Jakarta: KNKCG.
- Kurnia, I. G. A. A. D., & Wirasedana, I. W. P. (2018). Pengaruh kinerja lingkungan dan komponen good corporate governance pada nilai perusahaan yang terdaftar di BEI. *E-Jurnal Akuntansi*, 1737-1767.
- Languju, O. (2016). Pengaruh return on equity, ukuran perusahaan, price earning ratio dan struktur modal terhadap nilai perusahaan property and real estate terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 16(2), 387-398.
- Mabrurroh, V., Riswan, & Lestari, S. (2015). Pengaruh price earning ratio, leverage, dividend payout ratio, profitabilitas dan cash holdings terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar dalam indeks LQ45. *Monex: Journal Research Accounting Politeknik Tegal*, 4(1), 82-90.
- Mandalika, A. (2016). Pengaruh struktur aktiva, struktur modal, dan pertumbuhan penjualan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Studi pada subsektor otomotif). *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 16(1), 207-218.
- Mayogi, D.G., dan Fidiana. 2016. Pengaruh profitabilitas, kebijakan dividen dan kebijakan utang terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 5(1), 1-18.
- Mudjijah, S., Khalid, Z., & Astuti, D. A. S. (2019). Pengaruh kinerja keuangan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi variabel ukuran perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 8(1), 41-56.
- Nachrowi, D. N., & Usman, H. (2006). *Pendekatan populer dan praktis ekonometrika untuk analisis ekonomi dan keuangan*. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Fakultas Ekonomi.
- Nisasmara, P. W., & Musdholifah. (2016). Sash holding, good corporate governance and firm value. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 7(2), 117-128.
- Novianti, T., & Firmansyah, A. (2020). The effect of tax risk, hedging, income smoothing, and volatility cash flows on firm value. *Test Engineering and Management*, 83, 9675 - 9686.
- Nugroho, S. A., & Firmansyah, A. (2018). Pengaruh financial distress, real earnings management dan corporate governance terhadap tax aggressiveness. *Journal of Applied Business Administration*, 1(2), 17-36.
- Primasari, N., Andini, R., & Pranaditya, A. (2017). Effect of return on asset, return on equity, debt policy, dividend policy and investment decision to firm value. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa S1 Akuntansi Universitas Pandanaran*, 3(3), 1-18.
- Purnama, H. (2016). Pengaruh profitabilitas, kebijakan hutang, kebijakan deviden, dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 4 (1), 11-21.
- Putra, A.R., & Rakhmawati, S. (2016). Pengaruh mekanisme corporate governance dan cash holding terhadap nilai perusahaan manufaktur di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*, 1(1), 92-109.
- Putri, E.A., Nuraina, E., & Styaningrum, F. (2018). Pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia. In *FIPA: Forum Ilmiah Pendidikan Akuntansi*, 6(2), 1-10.
- Putri, V.R., & Rachmawati, A. (2018). The effect of profitability, dividend policy, debt policy, dan firm age on firm value in the non-bank financial Industry. *Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika*, 10(1), 14-21.
- Putri, W.W.R., & Tartilla, N. (2018). Pengaruh intellectual capital terhadap nilai perusahaan dengan operating cash flow sebagai variabel moderating. *Jurnal Ilmiah Ilmu Ekonomi (Jurnal Akuntansi, Pajak dan Manajemen)*, 7(13), 1-12.
- Rahardjo, B.T., & Murdani, R. (2016). Pengaruh kinerja keuangan dan pengungkapan corporate social responsibility terhadap nilai perusahaan (Sstudi kasus pada perusahaan bumh yang terdaftar di BEI tahun 2010-2014). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis Krisnadwipayana*, 3(1), 1-9.
- Rahayu, F. D., & Asandimitra, N. (2014). Pengaruh ukuran perusahaan, leverage, profitabilitas, kebijakan dividen dan cash holding terhadap nilai perusahaan pada subsektor manufaktur

- tur. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 2 (2), 548-561.
- Rahman, A. (2019). Pengaruh pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis terhadap struktur modal dan nilai perusahaan pada industri perbankan di Bursa Efek Indonesia sebelum dan sesudah krisis global. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, 25(1), 114-129.
- Randy, V. (2013). Pengaruh penerapan good corporate governance terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di BEI Periode 2007-2011. *Business Accounting Review*, 1(2), 306-319.
- Safitri, K. (2020). *6 bulan pandemi covid 19 bagaimana dampaknya ke pergerakan saham di Indonesia*. Diakses dari <https://money.kompas.com/>
- Saksessia, D., & Firmansyah, A. (2020). The role of corporate governance on earnings quality from positive accounting theory framework. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 9(1), 808-820
- Sari, O. T. (2013). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Analisis Manajemen*, vol. 2 (2), 1-7.
- Sirojudin, G. A., & Nazaruddin, I. (2016). Pengaruh modal intelektual dan pengungkapannya terhadap nilai dan kinerja perusahaan. *Journal of Accounting and Investment*, 15(2), 77-89.
- Suastini, N. M., Purbawangsa, I. B. A., & Rahyuda, H. (2016). Pengaruh kepemilikan manajerial dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (Sstruktur modal sebagai variabel moderasi). *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 5(1), 143-172.
- Sucipto, E., & Sudiyatno, B. (2018). Profitabilitas, kebijakan dividen, dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Indonesia. *Dinamika Akuntansi Keuangan dan Perbankan*, 7(2), 163-172.
- Suranto, V. A. H. M., & Walandouw, S. K. (2017). Analisis pengaruh struktur modal dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi*, 5(2), 1031-1040.
- Suwardika, I. N. A., & Mustanda, I. K. (2017). Pengaruh leverage, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan properti. *E-jurnal Manajemen*, 6(3), 1248-1277.
- Toly, A.A., Claudya, C., Santoso, R., & Grace, F. (2019). Analisa pengaruh corporate governance, ownership structure, dan cash on hand terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Riset Keuangan dan Akuntansi*, 5(2), 31-51.
- Wibowo, R., Aisjah, S. (2014). Pengaruh profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan deviden, dan leverage terhadap nilai perusahaan (Sstudi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2011). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, 2(1), 1-14.
- Yapono, D. A., & Khomsatun, S. (2018). Peranan tata kelola sebagai pemoderasi atas pengaruh manajemen laba terhadap efisiensi investasi. *Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis*, 5(2), 179-194.
- Ye, Y. (2018). A literature review on the cash holding issues. *Modern Economy*, 9(06), 1054.
- Yuliana, T. (2020). Pengaruh free cash flow, dan harga saham terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan deviden sebagai variabel intervening. *Prosiding Seminar Nasional Pakar*, 3(2), 2.46.1-2.46.6.