

**ANALISA FAKTOR- FAKTOR PENENTU KEBIJAKAN *CASH HOLDING*
PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA**

Rabecca Theresia Jinkar

Program S1 Reguler,
Departemen Akuntansi,
Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk melihat tren dan menganalisis faktor penentu kebijakan *cash holding* perusahaan manufaktur di Indonesia yang didasarkan pada teori finansial seperti *agency theory*, *pecking order theory*, *trade off theory*, *free cash flow theory*, dan *signaling theory*. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2007 – 2011. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan *cash holding* perusahaan manufaktur di Indonesia dipengaruhi oleh *growth opportunity*, *leverage*, *net working capital*, *dividend payment*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kegiatan operasional dan kegiatan pembiayaan perusahaan adalah kegiatan yang mempengaruhi kebijakan *cash holding*.

Kata kunci: Kebijakan *cash holding*, Perusahaan Manufaktur, *Size*, *Growth Opportunity*, *Leverage*, *Cash Flow*, *Net Working Capital*, *Capital Expenditure*, *Dividend Payment*

ABSTRACT

This research aims to see the trend and analyze the factors of manufacturing companies' cash holding policy in Indonesia that based on financial theory such as *agency theory*, *pecking order theory*, *trade off theory*, *free cash flow theory*, and *signaling theory*. Manufacturing companies that listed in Jakarta Stock Exchange on period of 2007 – 2011 are used as sample. The result of this research shows that manufacturing companies' cash holding policy in Indonesia is significantly influenced by *growth opportunity*, *leverage*, *net working capital*, and *dividend payment*. In conclusion, operating and financing activities are activities that influence cash holding policy.

Key words: Cash Holding Policy, Manufacturing Companies, *Size*, *Growth Opportunity*, *Leverage*, *Cash Flow*, *Net Working Capital*, *Capital Expenditure*, *Dividend Payment*

1 Latar Belakang Penelitian

Sampai dengan tahun 2012, tercatat banyak krisis finansial yang menimpa baik negara berkembang maupun negara maju. Banyak diantara krisis yang terjadi dipicu atau diperparah oleh gagalnya perusahaan menjaga likuiditasnya. Krisis finansial di Amerika pada tahun 2008 berdampak ke seluruh dunia dan mengubah pandangan perusahaan – perusahaan besar akan pentingnya menjaga likuiditas. Mereka cenderung menjadi lebih konservatif dan berusaha meminimalisir risiko likuiditas dengan menjaga tingkat likuiditas perusahaan. Salah satunya adalah dengan menjaga tingkat *cash holding*. Hal ini terbukti dari *cash to assets ratio* dari 500 perusahaan terbesar non-finansial di Amerika yang telah meningkat menjadi 9,8%.

Dalam beberapa literatur sebelumnya, ada banyak alasan dan rasionalisasi yang mendasari perusahaan meningkatkan aset likuid seperti kas. Salah satunya adalah motif transaksi yang menjelaskan bahwa perusahaan memegang aset likuid dengan tujuan menghemat biaya konversi ke bentuk kas. Sehingga bila ada kebutuhan yang darurat, perusahaan dapat segera memenuhinya. Kas juga dikumpulkan untuk tujuan strategis sehingga perusahaan dapat dengan cepat menyebarkan dana untuk lebih dahulu memulai kompetisi (Baskin, 1987) dan untuk menghindari risiko predator pada industri yang terkonsentrasi (Haushalter *et al.*, 2007). Sementara perusahaan dengan *financial distress cost* yang tinggi memegang kas untuk mengurangi kemungkinan kesulitan finansial (John, 1993).

Akan tetapi, bagaikan pisau bermata dua, memegang kas terlalu banyak juga memiliki kelemahan misalnya tingkat pengembalian yang lebih rendah bila dibandingkan dengan investasi pada aset riil. Argumen *free cash flow* menjelaskan bahwa *managerial opportunism* dapat menyebabkan penimbunan uang yang sebenarnya merugikan pemegang saham karena tingkat *return* di bawah yang seharusnya. *Cash holding* yang besar dapat pula menimbulkan masalah seperti *managerial discretion*. Sampai saat ini bukti empiris mengenai hubungan konflik agensi dan *cash holding* masih belum pasti. Studi Dittmar *et al.* (2003) menunjukkan bahwa perusahaan pada negara dengan perlindungan *shareholder* yang rendah, menyimpan uang kas lebih banyak.

Menurut penelitian Bates *et al.* (2009), *cash holding* pada perusahaan-perusahaan Amerika mengalami kenaikan sejak tahun 1980 sampai dengan tahun 2006. Sedangkan penelitian Datta dan Jia (2012) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Australia, Kanada, Prancis, Amerika Serikat, Inggris, dan Jerman juga mengalami tren kenaikan *cash holding*, pengecualian terjadi di Jepang yakni tren *cash holding* justru turun. Melihat hal tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah tren kenaikan *cash holding* yang

terjadi di negara-negara maju, juga terjadi pada negara-negara berkembang, khususnya di Indonesia, yang diprediksi nantinya akan menjadi penguasa ekonomi dunia bersama dengan Brazil, Rusia, India, dan Cina.

Ferreira dan Vilela (2004) dan Bates *et al.* (2009) juga mengadakan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kenaikan *cash holding*. Hasil penelitian Ferreira dan Vilela (2004) menunjukkan bahwa kebijakan *cash holding* perusahaan-perusahaan Eropa dipengaruhi oleh variabel *size*, *growth opportunity*, *leverage*, *cash flow*, *net working capital*, *industry sigma* dan *dividend dummy*. Bates *et al.* meneliti korelasi antara *cash ratio*, *cash flow*, *capital expenditures*, dan *R&D expenditures* terhadap *cash holding* perusahaan Amerika. Penelitian ini ingin mengembangkan kedua penelitian tersebut secara khusus di Indonesia, baik dari segi analisis tren maupun variabel yang mempengaruhi tren tersebut. Penelitian ini akan mencari variabel-variabel apa saja yang mempengaruhi secara signifikan tingkat *cash holding* atau *cash holding policy* perusahaan terbuka di Indonesia, secara spesifik perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2006-2011.

2 Landasan Teori

Setiap perusahaan memiliki kebijakan *cash holding* yang berbeda-beda. Hal ini diakibatkan adanya perbedaan keadaan yang dihadapi oleh perusahaan dan juga motivasi yang berbeda dalam memegang kas. Literatur-literatur ekonomi dan *finance* telah mengidentifikasi empat hal yang biasanya menjadi motif dari perusahaan dalam memegang kas, yakni: (1) Motif transaksi; (2) Motif berjaga-jaga; (3) Motif Pajak; (4) Motif Agensi. Baumol (1952) serta Miller dan Orr (1966) dalam penelitiannya menyatakan bahwa jumlah permintaan kas yang optimal memperhitungkan biaya transaksi konversi aset non-finansial menjadi kas untuk pembayaran. Opler, Pinkowitz, Stulz, dan Williamson (1999) memaparkan bahwa perusahaan dengan arus kas beresiko dan tidak memiliki akses pendanaan eksternal akan cenderung memegang kas dalam jumlah besar untuk berjaga jaga. Foley, Hartzell, Titman, dan Twite (2007) membuktikan bahwa perusahaan juga memperhatikan pajak yakni perusahaan akan menyimpan kas lebih besar jika pengembalian pendapatan luar negeri dikenakan pajak.

Agency Theory menunjukkan bahwa perusahaan dapat dilihat sebagai sebuah hubungan kontrak antara pemilik sumber daya dengan pengelolanya seperti pemegang saham dengan manajer dan antara pemberi hutang dengan pemegang saham. *Agency Theory* tidak serta merta mensyaratkan bahwa hubungan prinsipal dan agen harmonis. Sebaliknya, bahkan

sering kali dihubungkan dengan *conflict of interest*. *Agency problem* sering kali terjadi saat perusahaan ingin melakukan investasi yang berisiko bagi perusahaan. Hal ini sering kali menimbulkan *agency cost*. *Agency cost* sendiri dapat didefinisikan sebagai biaya yang diakibatkan oleh perbedaan tujuan dari pemegang saham dan manajemen. *Agency cost* juga dapat berupa biaya langsung maupun biaya tidak langsung.

Pecking Order Theory mengemukakan adanya urutan sumber dana dalam pembuatan keputusan pembiayaan perusahaan. Berdasarkan teori ini, ketika membutuhkan dana untuk keperluan pembiayaan investasi perusahaan, perusahaan akan memilih untuk menggunakan pendanaan yang dinilai paling murah, yaitu pendanaan internal. Jika keperluan untuk investasi tidak bisa didapat dari pendanaan internal, maka perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal dari utang sebagai sumber pendanaan kedua, dan ekuitas sebagai sumber pendanaan terakhir.

Trade off Theory menyatakan bahwa perusahaan menetapkan tingkat optimal *cash holding* dengan membandingkan *marginal value of benefit* dan *marginal value of cost* tingkat *cash holding* tersebut. Terdapat dua *principal cost* yang terkait dengan *cash holding* yang bergantung pada perilaku dari manajer. Jika keputusan manajer sejalan dengan kepentingan pemegang saham, maka biaya yang ditimbulkan hanya *return* dari *cash holding* yang relatif kecil dibandingkan investasi lain dengan tingkat risiko yang setara. Jika manajer tidak memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan menggunakan *cash holding* untuk meningkatkan aset di bawah kendali mereka, maka biaya *cash holding* bertambah oleh adanya *agency cost* atas *managerial discretion*. Berdasarkan *Trade Off Theory* ini, titik optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan berada saat *marginal value of benefit* melebihi *marginal value of cost* dari tingkat *cash holding* tertentu.

Free Cash Flow Theory merupakan sebuah teori yang menyatakan masalah akan timbul jika perusahaan memiliki *free cash flow* dalam jumlah besar. Pada umumnya, *shareholder* mengharapkan kelebihan kas tersebut didistribusikan kepada *shareholder* dalam bentuk dividen, sementara pihak manajemen lebih menginginkan menahan *cash* tersebut untuk keperluan pendanaan proyek-proyek tertentu. Namun, terkadang manajemen termotivasi untuk melakukan kegiatan yang tidak menambah nilai bagi perusahaan dengan alasan *project* yang ingin diambil itu berisiko dan mengambil keuntungan perusahaan untuk kepentingan pribadinya (Opler et al, 1999).

Free Cash Flow Theory merupakan sebuah teori menjelaskan mengapa perusahaan berdiri, dan mengapa perusahaan memperluas aktivitasnya pada lingkungan eksternal. Coase (1937) menyatakan bahwa setiap perusahaan akan terus berkembang selama aktivitas yang

dijalankan di dalam perusahaan lebih murah daripada *outsourcing* aktivitas tersebut kepada pihak eksternal. Teori ini memandang bahwa perusahaan akan membandingkan antara biaya pertukaran sumber daya dengan pihak eksternal dan biaya birokrasi pertukaran dalam perusahaan sendiri. Dahlman (1979) menyatakan bahwa *transaction cost* dapat terjadi berupa *search dan information cost*, *bargaining cost*, dan *policing dan enforcement costs*. *Search dan information cost* timbul dalam pengumpulan informasi mengenai ketersediaan barang yang dibutuhkan di pasar dan di tempat lain yang menjual dengan harga terendah.

Datta dan Jia (2011) melalui penelitiannya mencoba mendeteksi tren kebijakan *cash holding* perusahaan di Amerika Serikat, Australia, Jerman, Jepang, Kanada, Inggris, dan Perancis. Hasilnya, seluruh negara maju yang menjadi sampel penelitian pada periode 1991-2008 mengalami peningkatan kebijakan *cash holding* kecuali Jepang. Venkiteshwaran (2011) dalam penelitiannya memaparkan bahwa tidak ada tingkat optimal kebijakan *cash holding* karena dari waktu ke waktu tingkat optimalnya terus berubah. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa *corporate governance* tidak mempengaruhi kebijakan *cash holding* yang ditetapkan oleh perusahaan.

Gill (2011) yang menginvestigasi determinan dari kebijakan *cash holding* di Kanada menemukan bahwa *market to book ratio*, *cash flow*, *net working capital*, *leverage*, *firm size*, *board size*, dan *CEO duality* secara signifikan mempengaruhi kebijakan *cash holding* perusahaan di Kanada. Afza dan Adnan (2007) pada penelitiannya mencoba membuktikan *size*, *growth opportunity*, *cash flow*, *net working capital*, *leverage*, *cash flow uncertainty*, dan *dividend payment* secara statistik mempengaruhi kebijakan *cash holding* perusahaan non finansial di Pakistan pada periode 1998-2005.

Bhat dan Bachhawat (2005) memaparkan pada penelitiannya bahwa *number of block shareholders* dan *cash holding* memiliki hubungan yang negatif. Penemuan ini merumuskan hipotesis bahwa *block-holders* meningkatkan standar *governance* pada sebuah perusahaan. Kepemilikan oleh perusahaan lain, *leverage*, dan *tangibility of assets* menurunkan kebutuhan *cash holding*. Selain itu, disimpulkan pula bahwa dengan peningkatan pengawasan oleh *block-shareholder*, insentif manajer untuk menahan kelebihan kas yang ada akan berkurang.

Coudrec (2005) menemukan bahwa *financial determinants* mempengaruhi kebijakan *cash holding* perusahaan di Kanada, Perancis, Jerman, Inggris, dan Amerika Serikat pada periode 1989-2001. Kesimpulan dari penelitian ini adalah *cash holding* yang berlebihan mengarahkan perusahaan pada performa perusahaan yang buruk. Hasil ini mendukung *Managerial Opportunism Thesis* sebagai motivasi memegang kas.

3 Metodologi Penelitian

Teknik pengolahan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah (1) mengumpulkan data sampel; (2) memasukkan data-data variabel terikat (*dependent variabel*) dan variabel bebas (*independent variabels*) ke dalam Microsoft Excel dengan format StataIC; (3) menentukan jenis data yang panel yang akan digunakan apakah PLS (*Pooled Least Square*), metode efek tetap (*Fixed Effect*), model efek acak (*Random Effect*) atau dengan GLS (*General Least Square*); (4) melakukan uji kelayakan dari ketiga model regresi tersebut dengan menggunakan uji BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) yakni *Multicollinearity Test*, *Heteroscedasticity Test*, dan *Serial Autocorrelation Test*; (5) menginterpretasi hasil yang dihasilkan dan pembahasan hasil penelitian yang dihasilkan dari model yang paling baik menurut hasil pengujian.

Pemilihan sampel pada penelitian ini didasarkan pada tujuan penelitian sampel (*purposive sample*) yakni penelitian menggunakan sampel perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2011. Jumlah sampel yang dapat digunakan dalam penelitian ini berdasarkan proses seleksi adalah sejumlah 96 perusahaan manufaktur. Perusahaan-perusahaan ini adalah perusahaan yang selalu konsisten melaporkan laporan keuangannya dan telah terdaftar dari tahun 2006 sampai dengan tahun 2011, serta tidak pernah sekalipun *delisting* dari Bursa Efek Indonesia (BEI).

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah *proxy* untuk perilaku kehati-hatian dan profitabilitas bank, yang diukur melalui *cash to asset ratio* yakni rasio *total cash & cash equivalent* terhadap *net total assets*. Alasan penggunaan *cash to asset ratio* adalah rasio ini menghitung perbandingan antara total kas (yang merupakan aset paling likuid) yang tersedia terhadap total aset yang dimiliki perusahaan guna menunjukkan tingkat likuiditas perusahaan.

Variabel bebas adalah variabel stimulus atau variabel yang mempengaruhi variabel terikat. Pengaruh yang diberikan bisa positif ataupun negatif. Efek yang dihasilkan adalah terjadi kenaikan atau penurunan nilai dari variabel terikat jika kita menambah atau mengurangi nilai variabel bebas yang digunakan dalam model yang digunakan. Dengan kata lain, variabel bebas adalah variabel yang faktornya diukur, dimanipulasi, atau dipilih oleh peneliti untuk menentukan hubungannya dengan suatu gejala yang diobservasi.

Size diukur dari logaritma *total assets* dengan *treatment data smoothing*. Menurut Titman dan Wessels (1998) dan Rajan dan Zingales (1995), *size* perusahaan berhubungan erat dengan tingkat *leverage* yang akan digunakan oleh perusahaan. Perusahaan besar biasanya memiliki akses yang lebih baik ke pasar saham serta menikmati *economies of scale* dari *cash*

management. Berdasarkan argumen tersebut, penelitian ini didasari pada keyakinan bahwa ada hubungan negatif antara *size* dengan kebijakan *cash holding* perusahaan sesuai dengan *Trade Off Theory* dan *Transaction Model Theory*.

Growth Opportunity diukur dari rasio *market to book value* yakni jumlah *share price* dan *total issued shares* dibagi dengan *total shareholder's equity*. Myers (1977) mengungkapkan bahwa *growth opportunity* perusahaan berhubungan dengan tingkat *leverage* yang digunakan oleh perusahaan. Perusahaan yang memiliki *growth opportunity* biasanya memiliki *informational disadvantage* yang berakibat pembiayaan eksternal menjadi lebih mahal. *Financial distress cost* menjadi lebih tinggi karena *growth opportunity* memiliki natur *intangible* dan nilainya cepat hilang saat terjadi *financial distress*. Oleh karena itu, perusahaan dengan *growth opportunity* menggunakan aset likuid (seperti kas) sebagai polis asuransi untuk mengurangi kemungkinan munculnya *financial distress* dan untuk mengambil kesempatan investasi yang baik terlebih dahulu saat pembiayaan eksternal mahal. Berdasarkan argumen tersebut, penelitian ini didasari pada keyakinan bahwa ada hubungan positif antara *growth opportunities* dengan kebijakan *cash holding* perusahaan sesuai dengan *Pecking Order Theory*.

Leverage diukur dengan membagi *debt (interest bearing)* dengan *total assets*. John (1993) mengungkapkan bahwa hubungan *leverage* dan *cash holding* adalah negatif. Ferreira dan Vilela (2004) yang menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang lebih besar memiliki kemampuan untuk mendapatkan pendanaan eksternal lebih mudah dan murah sehingga memungkinkan perusahaan untuk mengurangi jumlah kas yang dipegang. Bashkin's (1987) berargumen bahwa *opportunity cost* atas investasi pada aset likuid dengan menggunakan pendanaan eksternal (hutang) meningkat. Hal ini berarti jumlah kas yang dipegang oleh perusahaan tidak lagi besar. Berdasarkan argumen tersebut, penelitian ini didasari pada keyakinan bahwa ada hubungan negatif antara *leverage* dengan kebijakan *cash holding* perusahaan sesuai dengan *Pecking Order Theory* dan *Free Cash Flow Theory*.

Cash Flow diukur dari jumlah *net income after interest, tax, and dividend dikurangi depreciation expense*. Saat perusahaan menghasilkan *cash flow* berlimpah, perusahaan semakin tidak bergantung pada pihak eksternal. Hal ini berakibat, manajer memiliki keleluasaan untuk menimbun kas (*Managerial Opportunism Theory*). *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa tidak ada kebijakan *cash holding* yang optimal dan jumlah kas perusahaan yang sebenarnya adalah hasil dari investasi dan keputusan finansial (Myers dan Majluf, 1984). Oleh karena itu, perusahaan dengan *cash flow* yang besar disinyalir cenderung memegang kas yang lebih banyak. Berdasarkan argumen tersebut, penelitian ini didasari pada

keyakinan bahwa ada hubungan positif antara *cash flow* dengan kebijakan *cash holding* perusahaan.

Net Working Capital diukur dengan membagi pengurangan *current assets* dan *current liabilities* dengan *total assets*. Bila hasil *net working capital* negatif (atau yang biasa disebut defisit modal kerja) maka perusahaan disinyalir tengah mengalami kesulitan likuiditas. Umumnya, perusahaan yang *net working capital*-nya negatif akan membuat cadangan kas. Argumen tadi telah dibuktikan oleh penelitian Afza dan Adnan (2007) di Pakistan, Megginson dan Wei (2010) di Cina dan Alam *et al.* (2011) di Pakistan. Berdasarkan argumen tersebut, penelitian ini didasari pada keyakinan bahwa ada hubungan negatif antara *net working capital* dengan kebijakan *cash holding* perusahaan sesuai dengan *Trade Off Theory*.

Capital Expenditure diukur dengan menggunakan *capital expenditure* dibagi dengan *total assets*. Ketika suatu perusahaan memiliki rencana untuk melakukan investasi besar, maka perusahaan akan membuat cadangan kas untuk menjaga kelangsungan pengerjaannya. Dengan keberadaan cadangan kas maka *cash holding* perusahaannya akan tinggi. Secara empiris telah dibuktikan oleh penelitian Kusnadi (2003). Berdasarkan argumen tersebut, penelitian ini didasari pada keyakinan bahwa ada hubungan positif antara *capital expenditure* dengan kebijakan *cash holding* perusahaan sesuai dengan *Trade Off* dan *Transaction Model Theory*.

Dividend payment diukur dengan menggunakan *dummy variable*. Perusahaan yang membayar dividen diberi nilai 1, sedangkan perusahaan yang tidak membayar diberi nilai 0. Perusahaan yang membayar dividen biasanya membuat cadangan kas untuk membayar dividen. Selain itu, perusahaan yang memiliki hubungan baik dengan bank biasanya mudah mendapatkan akses pinjaman. Berdasarkan argumen tersebut, penelitian ini didasari pada keyakinan bahwa ada hubungan positif antara *dividend payment* dengan kebijakan *cash holding* perusahaan.

Tabel 3.1 Rangkuman Korelasi Variabel secara Umum

Variabel	<i>Agency Theory</i>	<i>Pecking Order Theory</i>	<i>Trade off Theory</i>	<i>Free Cash Flow Theory</i>	<i>Transaction Model Theory</i>	Hipotesis
<i>Size</i>		+	-	+	-	-
<i>Growth Opportunity</i>	-	+	+	-	-	+
<i>Leverage</i>	+	-	Unknown	-		-
<i>Cash Flow</i>		+	-		-	+

<i>Net Working Capital</i>	-		-
<i>Capital Expenditure</i>	+	+	+
<i>Dividend Payment</i>	-	-	+

Penelitian ini merupakan penelitian yang memodifikasi model penelitian determinan *cash holding* oleh Bates *et al.* (2009) dan Ferreira dan Vilela (2004) dikarenakan keterbatasan data yang ada di Indonesia.

Berikut adalah model yang digunakan dalam penelitian ini:

$$CASHHOLD = \alpha + \beta_1 LSIZE_{it} + \beta_2 MTB_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 NWC_{it} + \beta_6 CAPEX_{it} + \beta_7 DIVDUM_{it} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

CASHHOLD : *Cash to Asset ratio*

LSIZE : *Size*

MTB : *Growth Opportunities (Market to Book Value)*

LEV : *Leverage*

CF : *Cash Flow*

NWC : *Net Working Capital*

CAPEX : *Capital Expenditure*

DIVDUM : *Dummy Variabel of Dividend Payment*

4 Hasil Regresi

Tabel 4.1 Hasil Regresi Dengan Metode *Fixed Effect Model* – Uji Minor

Variable	CASHHOLD
LSIZE	0,0031 (0,360)
MTB	0,0021 (0,006) ***
LEV	-0,0770 (0,006) ***
CF	0,0621 (0,103)
NWC	0,2030 (0,000) ***

CAPEX	-0,1236 (0,139)
DUMDIV	0,0486 (0,000) ***
CONS.	0,0084 (0,683)

***, **, * mengindikasikan tingkat signifikansi pada level 1%, 5%, 10%.

Koefisien *size* sebesar 0,0031 memberikan konfirmasi bahwa *size* memiliki hubungan positif dengan kebijakan *cash holding*, tetapi hubungan tersebut tidaklah signifikan. Hal ini terjadi di Indonesia karena beberapa hal, pertama, *size* perusahaan berhubungan dengan *investment opportunity* yang lebih baik dijelaskan oleh variabel *growth opportunity*. Terbukti pada uji multikolinearitas terdapat hubungan dengan *growth opportunity* hampir mencapai 20%. Kedua, sebagian besar perusahaan di Indonesia adalah perusahaan konglomerasi atau keluarga yang *ultimate owner*-nya adalah satu. Besar kecilnya suatu perusahaan tidak lagi memiliki berpengaruh besar terhadap kebijakan *cash holding* perusahaan karena seluruhnya telah diatur oleh *ultimate*. Ketiga, karena proksi yang digunakan. Proksi *cash holding* adalah *cash/total asset*, sedangkan *size* adalah logaritma dari aset. Ketika total aset naik, variabel *size* naik, sedangkan variabel *cash holding* turun mendekati 0. Sebagai masukan bagi perusahaan yang tidak memiliki perusahaan afiliasi atau dimiliki oleh grup-grup besar, perusahaan perlu mempertimbangkan *size* perusahaan dalam penetapan kebijakan *cash holding* karena pada saat perusahaan berdiri sendiri, pendanaan dari pihak eksternal tidak bisa diperoleh dengan mudah jika dibandingkan dengan perusahaan yang tergabung dalam suatu grup.

Koefisien *growth opportunities* sebesar 0,0021 memberikan konfirmasi bahwa *growth opportunities* memiliki pengaruh yang signifikan dan hubungannya positif dengan kebijakan *cash holding*. Hasil ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* dan penelitian Myers (1977) yang mengungkapkan bahwa perusahaan dengan *growth options* yang lebih banyak biasanya memiliki *informational disadvantage* yang berakibat pembiayaan eksternal menjadi lebih mahal. Oleh karena itu, perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi menggunakan aset likuid (seperti kas) sebagai polis asuransi untuk mengurangi kemungkinan munculnya *financial distress* dan agar mampu mengambil investasi yang baik terlebih dahulu saat pembiayaan eksternal mahal. Hal yang perlu diperhatikan oleh perusahaan di Indonesia adalah semakin besar *growth opportunity* suatu perusahaan, maka semakin besar jumlah kas yang harus dipegang. Hal ini berguna untuk menghindari hilangnya kesempatan akibat keterlambatan eksekusi.

Koefisien *leverage* sebesar -0,0770 memberikan konfirmasi bahwa *leverage* memiliki pengaruh yang signifikan dan hubungannya negatif dengan kebijakan *cash holding*. Hasil ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* dan *Free Cash Flow Theory* dan penelitian sebelumnya yakni oleh John (1993), Ferreira & Viela (2004), Achharya *et al.* (2007), dan Bashkin's (1987) yang menyatakan bahwa semakin tinggi *leverage* yang dimiliki oleh perusahaan, semakin sedikit jumlah kas yang tersedia. *Leverage* yang tinggi mencerminkan kemudahan suatu perusahaan mendapatkan pendanaan eksternal. Hal ini yang menjadi sebab utama perusahaan dengan *leverage* tinggi sengaja tidak memegang kas terlalu banyak, karena dianggap memberikan *return* yang lebih rendah jika dibandingkan investasi pada aset lain. Hal yang perlu diperhatikan oleh perusahaan di Indonesia adalah cadangan kas yang harus dibuat atau jumlah kas yang perlu dipegang guna menjaga kelancaran pembayaran utang serta likuiditas perusahaan. Seperti yang telah diketahui bahwa pinjaman adalah *double edge sword* yang di satu sisi dapat membantu pertumbuhan perusahaan, tetapi di sisi lain dapat mengganggu likuiditas perusahaan.

Koefisien *cash flow* sebesar 0,0621 memberikan konfirmasi bahwa *cash flow* memiliki hubungan positif dengan kebijakan *cash holding*, tetapi hubungan tersebut tidaklah signifikan. Hal ini terjadi di Indonesia karena perusahaan di Indonesia tidak terlalu memperhatikan *cash flow*. Keadaan perusahaan di Indonesia yang biasanya memiliki *sister company* atau anak perusahaan memberikan kemudahan untuk mendapatkan pendanaan eksternal (*leverage*). Hal inilah yang menyebabkan pendanaan internal tidak terlalu berpengaruh bagi perusahaan manufaktur di Indonesia. Hal yang perlu diperhatikan oleh perusahaan di Indonesia adalah apabila perusahaan berdiri sendiri dan sulit mendapatkan pendanaan eksternal, perusahaan tersebut harus memperhatikan sumber pendanaan internal agar likuiditas perusahaan terus terjaga.

Koefisien *net working capital* sebesar 0,2030 memberikan konfirmasi bahwa *net working capital* memiliki pengaruh yang signifikan dan hubungannya positif dengan kebijakan *cash holding*. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian–penelitian sebelumnya yang dilaksanakan di berbagai negara seperti Afza and Adnan (2007) di Pakistan, Megginson dan Wei (2010) di Cina dan Alam *et al.* (2011) di Pakistan yang beranggapan bahwa *net working capital* yang positif mengurangi kebutuhan kas di perusahaan. Hasil penelitian di Indonesia justru membuktikan bahwa terdapat hubungan yang positif dengan *cash holding*. Rasionalisasi di balik argumen tersebut adalah kas merupakan bagian dari *net working capital* sehingga pada saat kas meningkat, *net working capital* juga meningkat. Selain itu, aset lancar selain kas tidak dapat menjadi substitusi bagi kas di setiap saat seperti yang dipaparkan oleh beberapa

teori sebelumnya. Pada beberapa kondisi khusus (sebagai contoh pada saat krisis), aset lancar tidak dapat diubah menjadi kas dengan mudah. Oleh sebab itu, para manajer perusahaan biasanya membuat cadangan kas guna menjaga likuiditas. Adanya krisis yang terjadi pada saat periode penelitian disinyalir menjadi penyebab perbedaan hasil penelitian dengan hipotesis yang telah dibuat sebelumnya. Hal yang perlu diperhatikan oleh perusahaan di Indonesia adalah kemudahan aset lancar yang dimiliki oleh perusahaan tersebut diubah menjadi kas pada saat keadaan perekonomian baik ataupun pada saat krisis. Hal ini sangat penting karena apabila terjadi *economy shock*, kas dan aset lancar bisa menjadi penyelamat perusahaan dari ancaman kebangkrutan.

Koefisien *capital expenditure* sebesar -0,1236 memberikan konfirmasi bahwa *capital expenditure* memiliki hubungan negatif dengan kebijakan *cash holding*, tetapi hubungan tersebut tidaklah signifikan. Hal ini terjadi di Indonesia karena *capital expenditure* di Indonesia lebih berhubungan dengan investasi perusahaan yang tercermin dari *growth opportunity* daripada dengan jaminan pinjaman (*collateral*). Terbukti pada tes korelasi antar variabel, *capital expenditure* memiliki hubungan yang cukup kuat yakni > 20% dengan *growth opportunity*.

Koefisien *dividend payment* sebesar 0,0486 memberikan konfirmasi bahwa *dividend payment* memiliki pengaruh yang signifikan dan hubungannya positif dengan kebijakan *cash holding*. Hasil ini sesuai dengan argumen bahwa perusahaan yang memutuskan untuk membagikan dividen biasanya akan membuat cadangan kas. Hal ini dilakukan guna menjaga kelancaran pembayaran dividen dan menjaga agar likuiditas perusahaan tetap baik setelah pembayaran dividen.

**Tabel 4.2 Hasil Regresi Dengan Metode *Fixed Effect Model* –
*Dividend Payment Lag 1 tahun***

DUMDIV	Coefficient	0,0450
	Std. Error	0,0095
	z-stat	4,7300
	p-value	0,0000 ***

***, **, * mengindikasikan tingkat signifikansi pada level 1%, 5%, 10%.

Koefisien *dividend payment (lag 1 tahun)* sebesar 0,0450 memberikan konfirmasi bahwa *dividend payment (lag 1 tahun)* memiliki pengaruh yang signifikan dan hubungannya positif dengan kebijakan *cash holding*. Hasil ini semakin mengukuhkan hasil sebelumnya bahwa perusahaan di Indonesia membuat cadangan kas setiap tahunnya untuk membayar dividen

guna menjaga kelancaran pembayaran dan likuiditas perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa pembayaran dividen mempengaruhi kebijakan *cash holding* perusahaan.

5 Analisis Hasil Penelitian

Hasil penelitian di Indonesia menunjukkan bahwa kebijakan *cash holding* perusahaan–perusahaan di Indonesia dipengaruhi signifikan oleh beberapa variabel seperti *growth opportunity*, *leverage*, *net working capital*, dan *dividend payment*. *Growth opportunity* memiliki hubungan yang positif dengan kebijakan *cash holding* perusahaan sesuai dengan *Pecking Order Theory*. Kebijakan *cash holding* perusahaan di Indonesia juga terbukti memiliki hubungan positif dengan *net working capital* dan *dividend payment*. Sedangkan, hubungan dengan *leverage* yang dianggap sebagai substitusi kas adalah negatif.

Di sisi lain, kebijakan *cash holding* perusahaan manufaktur di Indonesia tidak dipengaruhi secara signifikan oleh *size*, *cash flow*, dan *capital expenditure*. Karakteristik perusahaan di Indonesia yang biasanya tergabung di dalam suatu grup (dimiliki oleh seorang *ultimate owner* yang biasanya mengambil keputusan secara strategis untuk grup bukan untuk satu perusahaan secara spesifik) menyebabkan kebijakan *cash holding* perusahaan tidak secara signifikan dipengaruhi oleh *size*, *cash flow*, dan *capital expenditure*.

Berikut ini adalah kesimpulan dari penelitian ini:

Tabel 4.3 Ikhtisar Hasil Pengolahan Data

Variabel Bebas	Hipotesis	Hubungan	Signifikansi
<i>Size</i>	-	+	Tidak Signifikan
<i>Growth Opportunity</i>	+	+	Signifikan
<i>Leverage</i>	-	-	Signifikan
<i>Cash Flow</i>	+	+	Tidak Signifikan
<i>Net Working Capital</i>	-	+	Signifikan
<i>Capital Expenditure</i>	+	-	Tidak Signifikan
<i>Divident Payment</i> (<i>Dummy Variable</i>)	+	+	Signifikan

Berdasarkan hasil data di atas, dapat disimpulkan bahwa di Indonesia kebijakan *cash holding* dipengaruhi oleh *growth opportunity* dan *financing source*. Perusahaan di Indonesia menggunakan kas yang dipegang untuk keperluan operasional dan pembiayaan perusahaan.

Kegiatan pembiayaan meliputi pembayaran dividen, pembayaran bunga pinjaman, dan pembiayaan menerbitkan saham baru serta pembelian kembali saham dari pasar. Kegiatan investasi tidak mempengaruhi kebijakan *cash holding* perusahaan karena sebagian besar kegiatan investasi dibiayai oleh pinjaman (pendanaan eksternal).

Penelitian ini juga menghasilkan beberapa saran. Bagi penelitian selanjutnya, untuk menggunakan operasionalisasi variabel berbeda untuk variabel dependen ataupun independen, mencari variabel baru yang dapat mempengaruhi kebijakan *cash holding*, menambah variabel independen/kontrol, memperluas sampel penelitian, dan menambah jangka waktu penelitian. Bagi perusahaan, pertama, khususnya untuk perusahaan yang independen (terlepas dari grup dan tidak memiliki hubungan dekat dengan bank) agar lebih memperhatikan *size* dan *cash flow* perusahaan karena pinjaman eksternal tidak dengan mudah dapat didapatkan. Kedua, bagi perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang tinggi atau berencana membagikan dividen kepada pemegang sahamnya. Perusahaan membuat cadangan kas dengan nilai yang cukup karena kekurangan kas dapat menyebabkan hilangnya kesempatan eksekusi suatu proyek atau perusahaan tidak siap membagikan kas bagi pemegang sahamnya. Ketiga, perusahaan independen maupun yang tergabung dalam grup harus sangat memperhatikan tingkat *leverage* dan kas yang tersedia agar tidak terjadi kesulitan likuiditas. Keempat, perusahaan harus tanggap atas krisis dengan cara memperhatikan *cash flow* dan *net working capital*. Hal ini karena pada saat krisis biasanya pinjaman sulit didapat atau mahal sehingga pendanaan internal biasa menjadi penopang perusahaan. Bagi *bond holder/bank*, perusahaan harus memperhatikan tren kebijakan *cash holding* untuk menentukan ambang batas kas yang diperlukan untuk perusahaan yang ingin mendapatkan pinjaman.

6 Kesimpulan & Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dipaparkan sebelumnya, ada dua kesimpulan yang dapat ditarik. Pertama, terlihat tren peningkatan *cash holding* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia pada periode 2006 – 2011. Kedua, hubungan antara variabel independen dengan kebijakan *cash holding* perusahaan manufaktur di Indonesia sangat bervariasi, berikut adalah kesimpulan dari penelitian yang menggunakan 7 variabel independen:

- Variabel *size* perusahaan tidak signifikan berpengaruh kepada kebijakan *cash holding* perusahaan di Indonesia karena karakteristik perusahaan di Indonesia yakni perusahaan

tergabung dalam grup sehingga besar kecil perusahaan tidak berpengaruh dalam kebijakan *cash holding*.

- Variabel *growth opportunity (market to book value)* juga memiliki hubungan yang positif sesuai dengan hipotesis awal penelitian. Variabel ini secara signifikan mempengaruhi kebijakan *cash holding* perusahaan di Indonesia karena perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang tinggi biasanya akan menjaga agar kesempatan tersebut tidak terlewatkan begitu saja sehingga untuk berjaga-jaga perusahaan tersebut biasanya akan membuat cadangan kas yang cukup besar sampai kesempatan dapat dieksekusi dan memberikan nilai tambah bagi perusahaan.
- Variabel *leverage* terbukti secara signifikan memiliki hubungan negatif dengan kebijakan *cash holding* perusahaan. Hal ini sesuai dengan hipotesis awal penelitian yang beranggapan bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi biasanya memiliki kemudahan untuk melakukan pinjaman lagi. Kemampuan meminjam tersebut dipakai perusahaan sebagai substitusi memegang kas. Hal ini juga sesuai dengan teori *pecking order theory* dan *free cash flow theory*.
- Variabel *cash flow* tidak secara signifikan mempengaruhi kebijakan perusahaan di Indonesia karena karakteristik perusahaan di Indonesia yang biasanya tergabung dalam grup. Oleh sebab itu, perusahaan dapat dengan mudah mendapatkan aliran dana ketika membutuhkan dana. Hal ini lah yang membuat *cash flow (internal financing)* tidak berpengaruh terhadap kebijakan perusahaan.
- Variabel *net working capital* secara signifikan mempengaruhi kebijakan *cash holding* perusahaan. Hubungan keduanya adalah positif. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis awal penelitian. Anomali ini terjadi karena proksi *net working capital* pada penelitian terdapat kas di dalamnya sehingga ketika kas naik, *current asset* naik, sehingga *net working capital* naik. Lebih lagi data penelitian ini melewati masa krisis yakni krisis global 2008. Hal inilah yang disinyalir menjadi pemicu perbedaan perilaku perusahaan manufaktur di Indonesia dibandingkan dengan perusahaan lain yang menjadi sampel pada penelitian sebelumnya.
- Variabel *capital expenditure* tidak secara signifikan mempengaruhi kebijakan perusahaan di Indonesia karena *capital expenditure* perusahaan lebih berhubungan terhadap investasi perusahaan daripada terhadap *collateral*. Investasi perusahaan sendiri lebih baik dijelaskan oleh variabel *growth opportunity*.

- Variabel *dividend payment* mempengaruhi secara signifikan kebijakan *cash holding* perusahaan di Indonesia. Hubungannya keduanya adalah positif. Rasionalisasi di balik hasil ini adalah perusahaan yang biasanya membagikan kas akan membuat cadangan kas guna menjaga likuiditas perusahaannya. Sedangkan, perusahaan yang tidak membagikan dividen biasanya tidak memiliki tekanan untuk memiliki cadangan kas atau *precautionary cash*.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan perusahaan di Indonesia mengenai *cash holding* dipengaruhi oleh kegiatan operasional serta kegiatan pembiayaan. Sedangkan, kegiatan investasi perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan *cash holding* karena pembiayaannya menggunakan pinjaman yang didapat dari pihak eksternal perusahaan baik dari perusahaan terafiliasi ataupun bank.

Berikut adalah saran yang hendaknya menjadi perhatian baik untuk perusahaan manufaktur di Indonesia, untuk *bondholder/bank*, dan untuk penelitian selanjutnya. Bagi Perusahaan, manajemen perusahaan disarankan untuk membuat cadangan kas yang sesuai dengan kebutuhan dan memperhatikan tingkat *leverage*. Bagi *bondholder/bank*, bank dan *bondholder* disarankan untuk memperhatikan kebutuhan dana investasi perusahaan di Indonesia yang menurut penelitian ini diharapkan perusahaan didapat dari pihak luar karena jumlahnya yang besar dan juga memperhatikan jumlah kas yang disediakan oleh perusahaan untuk membayar kembali pinjaman. Bagi penelitian selanjutnya, ada empat saran bagi penelitian selanjutnya, yakni (1) Menggunakan operasionalisasi variabel yang lebih representative dan *up to date*; (2) Meneliti variabel baru yang logis mempengaruhi kebijakan *cash holding* perusahaan; (3) Memperbesar cakupan sampel agar dapat melihat secara lebih jelas tren kebijakan *cash holding* perusahaan; (4) Memperpanjang jangka waktu penelitian dan membaginya menjadi beberapa periode agar hasil yang didapat tidak hanya terpengaruh oleh fenomena tertentu seperti krisis.

7 DAFTAR PUSTAKA

-
- Acharya, Viral A., Heitor Almeida, dan Murillo Campello (2007). Is cash negative debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies, *Journal of Financial Intermediation*, 16, 515–554.
- Adam, Tim dan Goyal, Vidhan K. (2008). The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables. *Journal of Financial Research*, 31, 41-63.

- Afza, T., dan Adnan, S.M. (2007). Determinants of Corporate Cash Holdings: A Case Study of Pakistan. *Proceedings of Singapore Economic Review Conference (SERC) 2007*.
- Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59, 1777–1804.
- Baskin, J. (1987). Corporate Liquidity in Games of Monopoly Power. *Review of Economics and Statistics*, 69, 312–319.
- Bates, T., Kahle, K., Stulz, R. (2009). Why Do US Firms Hold So Much Cash Than They Used To Be? *Journal of Finance*, 64, 1985–2021.
- Brooks, Chris (2008). *Introductory Econometrics For Finance (2nd ed.)*. Cambridge University.
- Couderc, Nicolas (2005). Corporate Cash Holdings: Financial Determinants and Consequences.
- Datta, Mai E. Iskandar dan Yonghong Jia (2012). Cross-Country Analysis Of Secular Cash Trends. *Journal of Banking and Finance*, 36, 898-912.
- Deloof, M. (2001). Belgian Intragroup Relations And The Determinants Of Corporate Liquid Reserves. *European Financial Management*, 7, 375–392.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., Servaes, H. (2003). International Corporate Governance And Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111–133.
- Drobetz, W., Grüninger, M., Hirschvogl, S. (2010). Information Asymmetry And The Value Of Cash. *Journal of Banking and Finance*, 34, 2168–2184.
- Ferreira, M., Vilela, A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10, 295–319.
- Foley, C. Fritz, Jay Hartzell, Sheridan Titman, and Garry J. Twite (2007). Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-Based Explanation. *Journal of Financial Economics*, 86, 579–607.
- Gujarati, Damodaran N. (2007). *Basic Econometrics*. New York: McGraw Hill.
- Han, Seungiin, and Jiaping Qiu (2007). Corporate Precautionary Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13, 43–57.
- Harford, J., Mansi, S., Maxwell, W. (2008). Corporate Governance And A Firm's Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 87, 535–555.

- Haushalter, D., Klasa, S., Maxwell, W. (2007). The Influence Of Product Market Dynamics On A Firm's Cash Holdings And Hedging Behavior. *Journal of Financial Economics*, 84, 797–825.
- Jensen, Michael (1986). Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance And Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- John, T. (1993). Accounting Measures Of Corporate Liquidity, Leverage, And Costs Of Financial Distress. *Financial Management*, 22, 91–100.
- Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. McMillan: London.
- Kim, C., Mauer, D., Sherman, A. (1998). The Determinants Of Corporate Liquidity: Theory And Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 335– 359.
- Kogan, Leonid dan Papaonikolao, Dimitris. (2010). Growth Opportunity, Tachnology Shocks, and Asset Prices. *NBER Working Paper*, 17795.
- Kusnadi, Y. (2003). Corporate Cash Holdings, Board Structure, and Ownership Concentration:Evidence from Singapore. *Working Paper (2003)*.
- Lins, K., Servaes, H., Tufano, P. (2010). What Drives Corporate Liquidity? An International Survey Of Cash Holdings And Lines Of Credit. *Journal of Financial Economics*, 98, 160–176.
- Modul Analisa Software Ekonometrika, Lab IE – FEUI
- Megginson, W.L., & Wei, Z. (2010). Determinants And Value Of Cash Holdings: Evidence From China's Privatized Firms. *SSRN Working Paper Series*, 1-37.
- Miller, Merton H., and Daniel Orr (1966). A Model Of The Demand For Money By Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 80, 413–435.
- Mulligan, Casey B. (1997). Scale Economies, The Value Of Time, And The Demand For Money: Longitudinal Evidence From Firms. *Journal of Political Economy*, 105, 1061–1079.
- Myers, S.C. (1977). Determinants Of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, 572–92.
- Myers, S. dan Majluf, N. (1984). Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.

- Nachrowi, D. dan Usman Hardian. (2006). *Pendekatan populer dan praktis ekonometrika untuk analisis ekonomi dan keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. (1999). The Determinants And Implications Of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3– 46.
- Pinkowitz, L., Williamson, R. (2001). Bank Power And Cash Holdings: Evidence From Japan. *Review of Financial Studies*, 14, 1059–1082.
- Rajan, R. G. and Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *Journal of Finance*, 50, 1421–60.
- Riddick, Leigh A., and Toni M. Whited (2009). The Corporate Propensity To Save, *Journal of Finance*, 64, 1729–1766.
- Wenyao, Li (2007). The Determinants of Cash Holdings: Evidence from Chinese Listed Companies.
- Williamson, Oliver E. (1981). The Economics Of Organization: The Transaction Cost Approach. *American Journal of Sociology*, 87, 548-577.