

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Secara teoritis dan empiris salah satu kebijakan perusahaan yang penting adalah manajemen kas atau manajemen likuiditas, selaku agen dari pemegang saham harus mengalokasikan *cash holdings* berdasarkan pada prinsip bahwa *cash holdings* tersebut dapat memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (*shareholder's wealth*) dengan mengalokasikan *cash holdings* yang mengacu pada level *cash holdings* normal (Opler et al., 1999). Kas merupakan aset perusahaan paling likuid dan dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan kegiatan operasional perusahaan dengan segera. Semakin besar jumlah nominal kas perusahaan, maka tingkat likuiditas perusahaan juga semakin tinggi.

Pengaruh nilai *cash holdings* perusahaan yang besar tentunya memiliki kelebihan dan kelemahan. Kelebihan *cash holdings* adalah perusahaan dapat menghemat biaya konversi ke bentuk kas sehingga apabila dibutuhkan uang tunai dalam jumlah besar dan secara mendadak, perusahaan dapat memenuhinya. Selain itu dengan adanya tingkat *cash holdings* yang besar di perusahaan dapat menggambarkan perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang tinggi sehingga dinilai mampu untuk melunasi kewajiban yang dimiliki atau perusahaan memiliki risiko yang relatif kecil untuk tidak dapat melunasi hutangnya. Namun, perusahaan tidak diperkenankan secara terus-menerus menahan kas dalam jumlah yang besar, karena dengan menahan kas yang terlalu besar menyebabkan semakin

banyaknya dana kas yang menganggur sehingga berpengaruh pada hilangnya kesempatan perusahaan dalam memperoleh tingkat profitabilitas yang optimal karena seharusnya laba yang diperoleh digunakan untuk meningkatkan kegiatan operasinya. Sebaliknya, jika perusahaan hanya mementingkan kepentingan untuk mencari laba tanpa memperhatikan faktor lainnya, maka seluruh kas yang dimiliki perusahaan akan digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. Hal tersebut berarti perusahaan tidak memiliki simpanan dana yang cukup untuk melunasi kewajiban jangka pendek jika sewaktu-waktu terjadi penagihan.

Tingkat kepemilikan kas suatu perusahaan tidak hanya mencerminkan rencana bisnis dan strategi keuangan perusahaan, tetapi berkaitan erat dengan tata kelola internal perusahaan dan lingkungan makro eksternal (Ye, 2018). Ketika sebuah perusahaan memegang kas dalam jumlah kecil, perusahaan dapat menanggung risiko operasional yang lebih besar.

Terdapat beberapa kasus pailit perusahaan di Indonesia terkait ketidakmampuan mengelola cash holding. Pada 14 Maret 2013, perusahaan Pania Filament Inti Tbk harus mengalami force delisting akibat terbelit utang dan kinerja perusahaan yang semakin memburuk. PT Surabaya Agung Industri Pulp dan Kertas Tbk resmi delisting dari BEI pada 31 Oktober 2013 karena telah dinyatakan pailit. Sebelumnya perusahaan menghadapi penundaan kewajiban pembayaran utang (PKPU) dengan salah satu perusahaan dagang di Singapura, dimana nominal yang disengketakan mencapai 415.035 dolar. Selanjutnya adalah perusahaan Davomas Abadi yang mengalami gagal bayar (default) atas obligasi sehingga harus delisting paksa pada 21 Januari 2015. Keterlambatan

menyampaikan laporan keuangan mulai 2011 hingga 2014, isi laporan keuangan yang tidak wajar, dan tidak mampu membayar denda pada bursa menjadi pemicu lain Davomas harus keluar dari bursa. Kasus berikutnya terjadi pada PT Unitex Tbk, dimana perusahaan harus delisting pada 7 Desember 2015 karena mengalami kerugian operasional beberapa tahun terakhir yang membuat ekuitas perusahaan bernilai negatif dan tidak mampu membayarkan deviden pada pemegang saham. Perusahaan plastik dan kemasan Dwi Aneka Jaya Kemasindo Tbk juga harus delisting karena sebelumnya dinyatakan pailit oleh pengadilan niaga Jakarta Pusat pada 23 November 2017. Jumlah utang yang mencapai 913,3 miliar pada beberapa perbankan dan aset perusahaan yang semakin menurun membuat perusahaan tidak mampu bertahan di BEI.

Kasus delisting dari BEI tidak hanya diakibatkan oleh pailit, beberapa perusahaan mundur berdasar kemauan pribadi karena merasa tidak mampu untuk memenuhi peraturan BEI terkait free float 50 juta lembar saham dan 7,5% saham dimiliki oleh investor publik. Hal ini terjadi pada dua perusahaan besar Sorini Agro Asia Corporindo Tbk dan Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk. Meski berat bagi perusahaan anggota, namun aturan tersebut baik dari sisi investor, karena free float menjadi penentu dari likuiditas saham suatu perusahaan. Perusahaan harus memiliki going concern yang jelas, melakukan right issue atau aksi korporasi lainnya guna memenuhi aturan tersebut. Seperti Jaya Pari Steel Tbk yang delisting pada 8 Oktober 2018, perusahaan melakukan merger dengan PT Gunawan Dianjaya Steel Tbk untuk meningkatkan dana yang akan membantunya untuk ekspansi menjadi perusahaan lebih besar, sehingga menjamin likuiditas

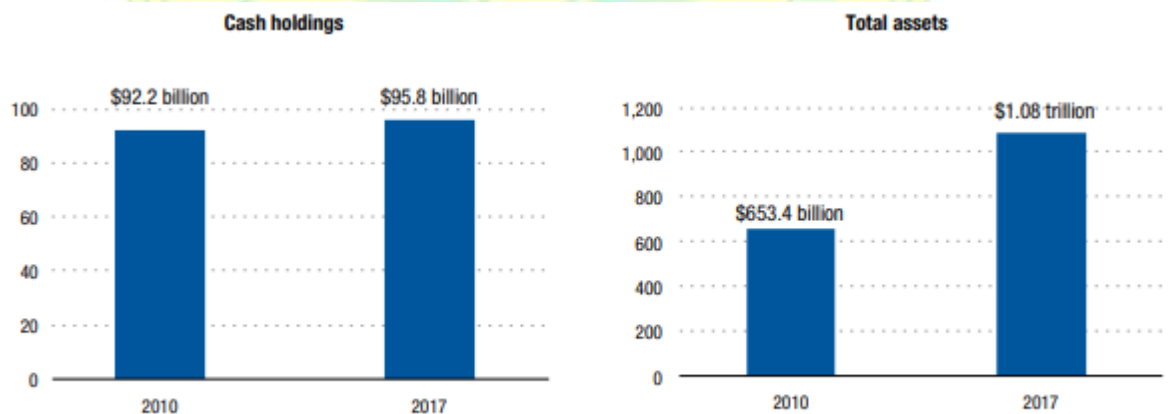
saham perusahaan. Fenomena pailit dalam dunia bisnis Indonesia tidak hanya terjadi pada perusahaan publik. Perusahaan privat legendaris Jamu Nyonya Meneer contohnya. Pada Agustus 2017, perusahaan yang hampir satu abad berdiri tersebut dinyatakan pailit oleh Pengadilan Negeri Semarang karena tidak sanggup memenuhi kewajiban membayar utang sebesar Rp 257 Milyar. PT Nyonya Meneer pernah mengalami krisis operasional yang cukup panjang hingga sengketa perebutan kekuasaan antarkeluarga pada tahun 1984 sampai 2000. Peristiwa ini harus menjadi pelajaran bagi para manajer, bagaimana mewujudkan manajemen kas yang baik guna menjamin tersedianya kas di tempat dan pada waktu yang diperlukan.

Menurut hasil survei Factset perusahaan yang memiliki *cash holdings* besar dalam S&P 500 khususnya di bidang Manufaktur saat ini menyimpan dana cadangan sebesar USD 1,43 triliun atau setara dengan Rp 210,167 triliun. *Cash holdings* yang disimpan perusahaan kali ini merupakan tertinggi kedua dalam 10 tahun terakhir, dimana dari data yang ada perusahaan sektor industri yang memiliki kepemilikan kas yang paling besar (Merdeka.com.).

Hasil penelitian (Aftab et al., 2018) menunjukkan rata-rata cash holding pada setiap negara pada periode 2007-2016, dengan rata-rata cash holding tertinggi adalah pada negara Middle East sebesar 14.18 %, diikuti negara-negara Asia Pasifik (termasuk Jepang, Malaysia dan Thailand) dan Amerika Utara sebesar 13.65% dan 12.85%. Negara-negara Eropa memiliki rata-rata rasio cash holding sebesar 12.43%, negara-negara di Africa sebesar 10.21% dan terendah adalah pada negara-negara di Amerika Selatan sebesar 9.46 % (Aftab et al., 2018).

Hal tersebut menunjukkan bahwa kesadaran perusahaan-perusahaan di negara-negara Asia terhadap manajemen kepemilikan kas cukup baik. Hal ini didukung pula oleh hasil riset oleh ASEAN Report (2018) yang menunjukkan bahwa kepemilikan cash holding yang kuat telah berkontribusi pada perusahaan-perusahaan di ASEAN. Meningkatnya kepemilikan cash holding pada perusahaan Multinasional (Multi National Enterprises) atau MNEs ini menjadi faktor utama yang berkontribusi terhadap keaktifan internasionalisasi atau regionalisasi perusahaan tersebut (ASEAN, 2018). Berikut adalah gambaran peningkatan Cash Holding dan Total Aset pada Top 100 Perusahaan Multinasional (MNEs) untuk tahun 2010 dan 2017.

**Gambar 1.1 Top 100 ASEAN MNEs Cash Holding dan Total Aset
Tahun 2010 dan 2017**



Berdasarkan data pada gambar di atas, maka peningkatan rasio cash holding di negara ASEAN perlu diteliti lebih jauh terkait faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi tingkat cash holding tersebut, terutama pada periode Tahun 2010 hingga tahun 2017.

Beberapa teori digunakan sebagai pendekatan dalam menganalisa cash holding, antara lain Trade-off theory (Opler et al., 1999), Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976), Pecking Order Theory (Myers and Majluf, 1984), , dan Upper Echelon Theory (Donald C. Hambrick and Mason, 1984).

Dalam beberapa studi empiris, dengan pendekatan trade-off theory, beberapa proksi digunakan untuk penentu cash holding, antara lain ukuran perusahaan, risiko, likuiditas, leverage, dan kebijakan dividen (Ozkan and Ozkan, 2004), juga growth, firm size, likuiditas dan leverage (Ferreira and Vilela, 2004).

Selain teori trade-off, cash holding perusahaan juga dapat dijelaskan oleh teori agensi. *Agency relationship* memisahkan hubungan antara manajemen dan kepemilikan perusahaan. Tetapi karena kebijakan penahanan kas suatu perusahaan adalah masalah kebijaksanaan manajerial, maka tingkat kepemilikan kas menimbulkan kekhawatiran ketika manajer tidak bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham (Jensen, 1986). Salah satu perspektif untuk melihat teori keagenan adalah melalui Corporate Governance (Bonazzi and Islam, 2007).

Sedangkan penjelasan cash holding melalui teori pecking order dapat direvisi melalui hubungan positif antara firm size dan kepemilikan saham (Aftab et al., 2018). Teori pecking order berargumen bahwa perusahaan besar umumnya sukses sehingga mereka memiliki kas dari laba ditahan untuk membiayai proyek mereka.

Teori keuangan tradisional seperti teori trade-off dan teori agensi memberikan argumen ekonomi untuk menjelaskan kepemilikan uang tunai dan mengadopsi pandangan ekonomi rasional (Orens and Reheul, 2013). Namun

penting pula untuk mengetahui pandangan CEO terkait dengan argumen ekonomi alternatif ini untuk menjelaskan keputusan tingkat kas (Orens and Reheul, 2013). Untuk itu Teori Upper Echelon (Hambrick & Mason, 1984) digunakan untuk mengaitkan perilaku dan kecenderungan CEO dengan karakteristik kognitif, sosial dan psikologis tertentu. Karakteristik CEO ini dapat diprosikan melalui demografi CEO (Orens and Reheul, 2013).

Dari beberapa pendekatan teori-teori di atas, faktor-faktor seperti karakteristik CEO, Corporate Governance, dan Growth Opportunity dapat berpengaruh terhadap kebijakan cash holding perusahaan.

Umumnya perusahaan cenderung memegang kas dalam jumlah yang besar karena kas menyediakan biaya yang rendah untuk perusahaan karena perusahaan tidak perlu mengeluarkan uang untuk mengkonversikan asset lancar lainnya dalam bentuk kas, namun *cash holdings* yang berlebihan juga memiliki efek negatif yaitu memicu timbulnya masalah agensi antara pemegang saham dan manajer (Jensen, 1993), sehingga besar kecilnya *cash holdings* memungkinkan bisa terjadi karena pengaruh CEO. Penelitian mengenai pengaruh CEO terhadap *cash holdings* memiliki nilai beragam seperti penelitian Tong, (2010) yang beranggapan CEO tidak berpengaruh terhadap *cash holdings*, dikarenakan CEO tidak memiliki karakteristik sosial dan dan *risk taker* menganggap tidak mau mengambil risiko menyimpan lebih banyak uang tunai untuk mengurangi risiko perusahaan dengan mengorbankan nilai pemegang saham, sedangkan menurut penelitian (Jose, 2018) mengatakan adanya hubungan antara CEO dan *cash holdings* dikarenakan dengan tingkat kepemilikan kas perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan dengan CEO

demographics yang memiliki karakteristik sosial *risk taker* umumnya memiliki sentralitas tinggi terhadap nilai *cash holdings*.

Mohd et al., (2015) melakukan penelitian mengenai Institutional Ownership and Cash Holdings, dimana ukuran perusahaan, CEO duality, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen dan Cash Holdings sebagai variabel dependen. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan CEO duality memiliki pengaruh signifikan positif terhadap Cash Holdings, kepemilikan institusional memiliki hubungan signifikan negatif terhadap Cash Holdings. Hanya ukuran perusahaan yang memiliki hubungan tidak signifikan terhadap Cash Holdings. Penelitian yang dilakukan oleh Sheikh and Khan (2015) dengan judul *The Impact of Board Attributes and Insider Ownership on Corporate Cash Holdings: Evidence from Pakistan*, dimana *board size*, *board independences*, CEO duality, insider ownership, insider square, family firm, non-family firm, dan pyramida structure sebagai variabel independen dan Cash Holdings sebagai variabel dependen. Pada hasil penelitian menjelaskan bahwa hanya variabel *board independence* dan nonfamily firm memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap Cash Holdings. Namun, variabel CEO *duality*, *board size*, *pyramidal structure* berhubungan positif dan tidak signifikan terhadap *Cash Holdings*. Variabel *insider ownership*, *family fir* berpengaruh secara signifikan negatif terhadap Cash Holdings. Sedangkan variabel insider square memiliki hubungan negatif namun tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Cash Holdings.

Pengaruh lainnya adanya peran *corporate governance* menentukan dalam membatasi potensi pengendali perusahaan mengekstraksi sumber daya (Frésard and Salva, 2010). Jika *corporate governance* berperan dengan baik, maka dapat mengendalikan masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *cash holdings*. Sebaliknya, jika peran *corporate governance* lemah, maka akan terjadi pembiaran atau tidak adanya pengawasan sehingga pengendali perusahaan tidak memiliki hambatan sama sekali untuk melakukan tindakan yang menyimpang. Bentuk antisipasi dari pemegang saham minoritas atas potensi dari pengendali perusahaan (*insiders*) akan mengeksploitasi *cash holdings* tersebut, maka mereka akan menurunkan nilai perusahaan (Dittmar and Mahrt-Smith, 2007). Hal ini merupakan simpulan singkat dari literatur yang meneliti adanya pengaruh antara *cash holdings* dan *corporate governance* (La Porta et al., 2002). Walaupun nilai-nilai *cash holdings* pada dasarnya adanya dari kepentingan pemegang saham dan manajer, hal ini yang membuat adanya satu adanya ketidak pengaruhan corporate governance terhadap cash holdings (Wajid, 2017).

Dalam penelitian mengenai *cash holdings* terdapat satu variabel yang masih memiliki perbincangan dikarenakan perbedaan hasil signifikan tidaknya terhadap *Cash holdings* yaitu pertumbuhan perusahaan atau *growth opportunity*, variable ini merupakan kemampuan perusahaan untuk berkembang dimasa yang akan datang dengan memanfaatkan peluang investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan umumnya menginginkan tersedianya kas untuk memenuhi kebutuhan akan proyek-proyek investasi yang menguntungkan di masa mendatang. Memiliki aset dalam bentuk likuid akan

lebih menguntungkan untuk perusahaan yang memiliki peluang investasi yang lebih besar dari pada perusahaan yang tidak memiliki kepastian akan peluang investasi dikarenakan masalah keuangan yang (Denis and Sibilkov, 2010). Hubungan positif antara *growth opportunity* dengan *cash holdings* juga dapat dilihat pada penelitian yang dilakukan oleh Ozkan and Ozkan (2004) yang menemukan bahwa *growth opportunity* berpengaruh secara signifikan terhadap *cash holdings*. Berbanding terbalik dengan hasil penelitian diatas, menurut Opler et al., (1999) perusahaan yang memegang kas dalam jumlah kecil umumnya adalah perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang bagus karena mereka perlu memenuhi kebutuhan investasi pada saat diperlukan. Dapat disimpulkan pada penelitian yang dilakukan (Opler et al., 2011) dikatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *growth opportunity* dan *cash holdings*. Perbedaan ini menjadi salah satu alasan penulis untuk menjadikan *growth opportunity* sebagai salah satu variabel penelitian yang berhubungan dengan *cash holdings*.

Berdasarkan hal tersebut diatas maka penelitian terhadap cash holding masih menjadi topik yang cukup menarik dan dapat dieksplorasi lebih jauh lagi. Dengan menggunakan pendekatan beberapa teori terkait kepemilikan kas, maka dapat diasumsikan bahwa karakteristik CEO, Corporate governance, dan *growth opportunity* dapat memberi pengaruh terhadap kebijakan cash holding perusahaan.

Peningkatan cash holding yang terjadi di negara ASEAN berdasarkan ASEAN Report yang terlihat pada gambar 1.1 sebelumnya pada periode 2010-2017 merupakan salah satu pemicu pemilihan jangka waktu penelitian. Negara

yang akan dijadikan unit analisis adalah negara Indonesia dan Malaysia, dikarenakan kedua negara tersebut masuk ke dalam kategori negara yang sedang berkembang menuju negara maju dan memiliki lingkungan budaya perusahaan yang sama dikarenakan masih satu rumpun. Objek penelitian yang dipilih adalah perusahaan manufaktur, dikarenakan sektor manufaktur merupakan sektor yang menggerakkan roda perekonomian, sehingga sektor manufaktur memiliki daya tarik tersendiri untuk diteliti dalam kaitannya dengan topik penelitian ini, yaitu *cash holdings*. Tingkat *cash holdings* harus dapat diperkirakan dengan tepat oleh perusahaan supaya kebutuhan dana operasional perusahaan dapat terpenuhi.

Keutamaan penelitian lebih menganalisis Perusahaan manufaktur terhadap *cash holdings* juga karena rentan terhadap krisis likuiditas karena cenderung menyimpan aset dalam bentuk tak lancar seperti mesin, tanah, dan bangunan. Berikut adalah data awal rata-rata rasio *cash holding* dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode lima tahun terakhir 2013-2017 sebagai gambaran awal dalam penelitian ini:

Tabel 1.1 Rata-rata Rasio Cash Holding pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI periode 2015-2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Cash Holding	11.13%	10.03%	10.27%	9.88%	10.09%

Sumber: Bloomberg, 2019

Berdasarkan Tabel di atas dapat terlihat bahwa rata-rata rasio *cash holding* perusahaan manufaktur cukup stabil berada dikisaran 9% hingga 11%, sehingga penelitian pada perusahaan manufaktur dapat lebih akurat memprediksi pengaruh

cash holding karena tidak terjadi fluktuasi data yang terlalu tinggi akibat pengaruh faktor eksternal seperti krisis ekonomi. Ketika perusahaan membutuhkan dana mendadak yang tidak bisa dicukupi oleh saldo kas yang mereka miliki maka mereka akan kesulitan dalam memenuhi kekurangan dana tersebut dikarenakan mesin, tanah, dan bangunan tergolong dalam aset tak lancar. Sekalipun mesin, tanah, dan bangunan tersebut dapat dijual dalam tempo yang singkat, akan ada biaya yang ditimbulkan dalam mengubah aset tak lancar tersebut menjadi kas. Oleh karena itu, penentuan cash holdings yang optimal sangat dibutuhkan.

Berdasarkan latar belakang yang dikemukakan diatas, maka penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk melihat pengaruh CEO *Demographic*, *corporate governance* dan *growth opportunity* terhadap *cash holdings* pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia periode tahun 2010-2017.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka dapat dirumuskan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. Apakah terdapat pengaruh CEO *demographic* terhadap *cash holdings* pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia periode tahun 2010-2017?
2. Apakah terdapat pengaruh *corporate governance* terhadap *cash holdings* pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia periode tahun 2010-2017?
3. Apakah terdapat pengaruh *growth opportunity* terhadap *cash holdings* pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia periode tahun 2010- 2017?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasar uraian rumusan masalah yang dipaparkan terungkap sejumlah faktor yang berpengaruh terhadap *cash holdings*. Maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui pengaruh CEO *gender* terhadap *cash holdings* pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia periode tahun 2010-2017
2. Untuk mengetahui pengaruh *corporate governance* terhadap *cash holdings* pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia periode tahun 2010-2017
3. Untuk mengetahui pengaruh *growth opportunity* terhadap *cash holdings* pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia periode tahun 2010-2017

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan akan memberi manfaat bagi pihak yang terkait, yaitu:

1. Bagi Akademisi

Adanya penelitian ini diharapkan menjadi kontribusi dalam pengembangan ilmu pengetahuan khususnya di bidang manajemen keuangan, selanjutnya dapat menjadi kajian teoritis dan referensi untuk penelitian-penelitian di masa mendatang.

2. Bagi Manajer

Penelitian ini diharapkan dapat memberi gambaran kepada manajer tentang faktor-faktor yang menjadi pertimbangan dalam menentukan tingkat *cash holding* perusahaan

3. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberi informasi terkait kondisi perusahaan terlebih dapat dijadikan pertimbangan dalam melakukan analisis keputusan dalam berinvestasi, serta memberikan pertimbangan atas kebijakan yang hendak diambil untuk pengambilan keputusan di masa yang akan datang.

