

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Keputusan pendanaan merupakan suatu kebijakan yang sangat penting bagi perusahaan karena menyangkut perolehan sumber dana untuk kegiatan operasional perusahaan. Keputusan pendanaan sering juga disebut dengan kebijakan struktur modal. Pada keputusan ini, manajer keuangan harus dapat menentukan kombinasi terbaik dari sumber-sumber dana perusahaan guna memenuhi kebutuhan investasi. Sumber-sumber dana tersebut bisa berasal dari sumber pendanaan eksternal dan internal. Sumber dana eksternal salah satunya didapatkan dari kredit, sedangkan sumber dana internal salah satunya didapatkan dari ketersediaan kas.

Kas merupakan elemen penting setiap perusahaan untuk membantu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan transaksi sehari-hari. Kas juga merupakan aset yang paling likuid yang menawarkan likuiditas dan fleksibilitas bagi perusahaan, serta merupakan ukuran akhir profitabilitas perusahaan.

Keputusan memegang kas menjadi perhatian bagi para manajer keuangan karena memiliki dua sisi yang berbeda. Di satu sisi, menahan kas terlalu banyak dan terlalu lama dapat membuat kas menganggur (*idle cash*) jika tidak diinvestasikan ke dalam *marketable securities* (investasi sekuritas

yang dapat diubah dengan cepat menjadi kas) yang lebih memberikan prospek keuntungan, di sisi lain memegang kas yang terlalu sedikit akan menyulitkan perusahaan dalam menghadapi kesulitan keuangan (*financial distress*) ketika perusahaan tidak dapat membayar segala kewajibannya.

Memegang kas juga dapat menjadi pedang bermata dua bagi perusahaan karena ketika arus kas perusahaan kuat, manajer dihadapkan pada pilihan apakah kas tersebut sebaiknya digunakan untuk berinvestasi pada proyek yang memiliki nilai *Net Present Value* positif, membayarkan dividen kepada para pemegang saham atau tetap menahan kas. Manajer yang memiliki kepentingan pribadi mungkin memilih untuk tetap menahan kas namun bukan semata-mata demi kepentingan terbaik pemegang sahamnya melainkan untuk kepentingan mereka sendiri. Manajer memiliki insentif untuk memperbesar *free cash flow* perusahaan karena kas merupakan aset yang paling mudah dikendalikan oleh manajer (Myers dan Rajan, 1998).

Saldo kas internal sebagian besar memungkinkan manajer untuk menghindari penguasaan pasar. Dalam kondisi ini, mereka tidak memerlukan persetujuan dari para pemegang saham dan keputusan investasi sepenuhnya berada di tangan mereka seperti yang mereka inginkan. Disamping itu, manajer tidak bersedia membayarkan dividen kepada para pemegang saham (Hemmati *et al.*, 2013:94).

Opler *et al.* (1999) mengungkapkan bahwa dalam pasar modal yang sempurna, *cash holding* merupakan hal yang tidak relevan karena perusahaan dapat dengan mudah mendapatkan dana dari pasar eksternal untuk membiayai

kegiatan operasional dan investasi. Namun pada pasar modal yang tidak sempurna, keputusan memegang kas (*cash holding*) merupakan hal yang sangat penting karena perusahaan cenderung menggunakan kas untuk membiayai segala aktivitas perusahaan. Insentif manajer ini didasari pada kenyataan bahwa dalam pasar modal yang tidak sempurna, biaya pendanaan internal lebih rendah daripada biaya pendanaan eksternal sehingga perusahaan berusaha untuk menjaga keseimbangan fleksibilitas pendanaan internal yang salah satunya adalah kas.

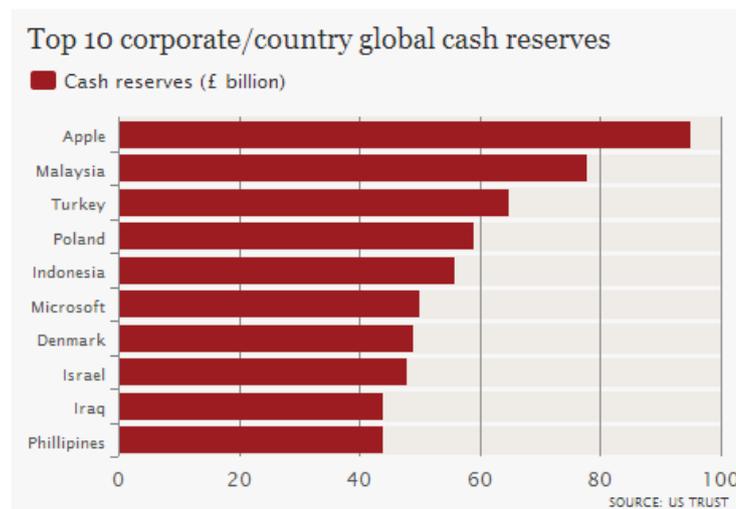
Pada tahun 2010, Wall Street Journal melaporkan bahwa perusahaan U.S memegang lebih banyak kas di bank demi menanggapi kekhawatiran terus-menerus tentang pasar keuangan dan keberlanjutan pemulihan ekonomi. *The Federal Reserve* melaporkan bahwa pada akhir Maret, perusahaan non-keuangan meningkatkan kas dan aset likuid lainnya 26% lebih besar dari tahun sebelumnya, yang merupakan kenaikan terbesar sepanjang catatan dari tahun 1952, yaitu sebesar \$1,84 triliun. Kas yang dipegang mencapai 7% dari seluruh aset perusahaan, termasuk pabrik dan investasi keuangan, tingkat terbesar sejak 1963.¹

Peningkatan *cash holding* juga terjadi pada perusahaan-perusahaan Eropa. Memasuki tahun 2011, jumlah kepemilikan kas pada 466 perusahaan di Eropa meningkat sebesar 16% dibandingkan akhir tahun 2007 ketika krisis keuangan di mulai yaitu mencapai \$700 triliun. Para *investor* ingin

¹ Justin Lahart, *U.S Firm Build Up Record Cash Piles*, Wall Street Journal, 10 June 2010 (<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748704312104575298652567988246>)

perusahaan menempatkan cadangan mereka untuk bekerja pada tahun 2011 untuk membantu memacu peningkatan pengembalian saham Eropa yang menuju kenaikan terkecil dalam lebih dari satu dekade di tahun 2011.²

Baru-baru ini salah satu media di Inggris yaitu The Telegraph melaporkan bahwa Apple dan Microsoft memiliki cadangan uang tunai dalam jumlah yang besar daripada Departemen Keuangan Inggris. Apple memegang £956 triliun sedangkan Microsoft memiliki cadangan kas terbesar kedua dari perusahaan mana pun pada £50 triliun, yang berada pada peringkat ke-6 setelah Negara Indonesia.³



Gambar I.1

10 Perusahaan/Negara dengan Cadangan Kas Terbesar

² Richard Wales dan Françoise de Beaufuy, *European Companies With \$700 Billion Cash Ease Deal Death*, Bloomberg, 30 November 2010 (<http://www.bloomberg.com/news/2010-11-30/european-companies-with-700-billion-set-to-ease-deal-deadlock.html>).

³ Sophie Murray-Morris, *Apple and Microsoft Have Bigger Cash Holdings Than U.K.*, The Telegraph, 11 April 2014 (<http://www.telegraph.co.uk/finance/businesslatestnews/10760392/Apple-and-Microsoft-have-bigger-cash-holdings-than-UK.html>).

Keputusan dalam memegang kas merupakan salah satu keputusan yang dianggap paling berpengaruh signifikan yang diambil oleh manajer keuangan pada setiap perusahaan manufaktur. Keputusan tersebut tidak hanya bergantung dari segi teoritis tetapi juga mengandalkan variabel ekonomi perusahaan, yaitu karakteristik perusahaan (Islam, 2012:172).

Penelitian oleh Datta dan Jia (2012) membandingkan apakah karakteristik perusahaan memiliki pengaruh terhadap *corporate cash holding* dan membuktikan bahwa 5 dari Negara G-7 memiliki tren *cash holding* yang meningkat tajam yang disebabkan oleh perubahan karakteristik perusahaan. Karakteristik perusahaan yang dapat mempengaruhi *cash holding* perusahaan diantaranya *growth opportunity*, *cash flow magnitude*, *volatility of cash flow*, *financial leverage*, *asset tangibility*, kesempatan investasi, dan ukuran perusahaan.

Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan mungkin ingin meningkatkan modal untuk membiayai proyek-proyek investasi yang menguntungkan di masa mendatang. Jika perusahaan tidak dapat menggunakan hutang, mereka harus menerbitkan saham yang lebih mahal (Islam, 2012:176). Namun apabila perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang tinggi mencari sumber pendanaan eksternal melalui hutang, mereka akan dihadapkan pada biaya yang lebih tinggi. Sehingga menurut Opler *et al.* (1999), perusahaan tersebut cenderung untuk memegang kas dalam jumlah yang besar demi menghindari situasi demikian.

Guney *et al.* (2001) dalam penelitiannya yang berjudul “*Additional International Evidence on Corporate Cash Holding*” mendukung pernyataan diatas, bahwa *cash holding* perusahaan di Jepang, Perancis, Jerman dan U.K meningkat seiring peningkatan peluang pertumbuhan yang diprosikan dengan *market-to-book ratio*.

Selain peluang pertumbuhan, keputusan perusahaan dalam *cash holding* juga dapat dilihat pada ketersediaan substitusi kas, antara lain *cash flow magnitude*, *net working capital*, dan *financial leverage*. Dalam membiayai investasinya, perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber pendanaan internal melalui laba ditahan, kemudian menggunakan hutang yang aman lalu dengan hutang yang berisiko, dan terakhir dengan cara menerbitkan saham baru. Cara ini ditempuh perusahaan untuk meminimalisir biaya informasi asimetris dan biaya pendanaan lainnya.

Menurut hierarki pendanaan tersebut, semakin banyak arus kas yang masuk dari kegiatan operasi maka perusahaan akan semakin banyak menahan laba. Hal ini menimbulkan pertentangan tentang arus kas, di satu sisi arus kas dari aktivitas operasi akan ditahan oleh perusahaan, di sisi lain arus kas tersebut digunakan sebagai substitusi kas.

Jika menurut hierarki pendanaan *cash flow* merupakan substitusi kas, maka hutang pun dapat berperan sebagai substitusi kas untuk membiayai investasi perusahaan sehingga ketika hutang tinggi maka perusahaan dapat menahan kas pada tingkat yang rendah (Ozkan dan Ozkan, 2004:13). Pada

kenyataannya ketika tingkat hutang perusahaan tinggi, mereka cenderung akan menahan kas lebih banyak untuk menghindari *financial distress*.

Terdapat variabel lain yang dapat dijadikan sebagai substitusi kas, yaitu *net working capital* karena mudah dikonversikan ke dalam bentuk uang tunai. Selain itu, biaya likuidasinya lebih rendah sehingga perusahaan dapat meningkatkan dana melalui modal kerja bersih ketika memiliki jumlah kas yang sedikit. Dewi dan Anas (2012) membuktikan bahwa perusahaan Asia meningkatkan *cash holding* mereka terlebih setelah krisis tahun 1997. Dalam penelitiannya, ditemukan bahwa *net working capital* berpengaruh negatif pada semua Negara ASEAN 5 yaitu Negara Filipina, Malaysia, Singapura, Indonesia, dan India.

Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *corporate cash holding* telah banyak dilakukan sebelumnya. Saddour (2006) meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *cash holding* pada perusahaan Perancis dan menemukan bahwa perusahaan meningkatkan *cash holding* mereka ketika aktivitas bisnisnya terlalu berisiko dan saat tingkat *cash flow* perusahaan tinggi. Sebaliknya, perusahaan mengurangi tingkat *cash holding* ketika *leverage* yang dimiliki tinggi.

Noguera *et al.* (2012) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *corporate cash holding* di negara amerika latin. Hasil penelitian menemukan bukti bahwa *net working capital* dan *net leverage* terbukti menurunkan tingkat saldo kas pada perusahaan Amerika Latin, sementara *growth opportunities* meningkatkan *corporate cash holding*.

Adanya tren peningkatan *cash holding* di berbagai Negara telah dibuktikan dalam beberapa penelitian. Penelitian yang dilakukan oleh Ferreira dan Vilela (2004:295) menyatakan bahwa perusahaan EMU (*Economic Monetary Unit*) memegang sejumlah besar uang tunai. Pada akhir tahun 2000 seperti yang tercantum dalam *datastream*, memegang 15% dari total nilai buku aset tunai mereka dalam bentuk kas dan setara kas yang jumlahnya mencapai total €303 miliar dan dengan rata-rata perusahaan sebesar €368 juta. Lebih lanjut, dalam penelitiannya Ferreira dan Vilela (2004) menemukan bahwa *cash holding* perusahaan di *Economic and Monetary Union* (EMU) *countries* secara positif dipengaruhi oleh *investment opportunity set* dan *cash flow*, dan secara negatif dipengaruhi oleh likuiditas dan *leverage*.

Bates *et al.* (2009) dalam penelitiannya membuktikan bahwa perusahaan U.S melipatgandakan *cash holding* mereka lebih dari dua kali lipat dari tahun 1980-2006 dan menunjukkan adanya pola *upward* yang menunjukkan bahwa peningkatan *cash holding* didasari oleh motif *precautionary*. Selain itu, perusahaan memegang *net working capital* lebih sedikit. *Net debt* yang mencerminkan *leverage* perusahaan U.S ternyata menurun secara dramatis selama periode penelitian. Rasio kas meningkat karena arus kas perusahaan menjadi lebih berisiko.

Keputusan dalam *corporate cash holding* atas variabel perusahaan yang dijelaskan sebelumnya kemudian menjadi perhatian para manajer keuangan terutama pada sektor industri manufaktur. Ini berkaitan dengan

aktivitas perusahaan manufaktur yang lebih mengandalkan kegiatan ekspor impor, terlebih setelah tahun 2009 ketika krisis keuangan global terjadi.

Krisis keuangan global yang terjadi pada tahun 2009 berawal dari krisis *subprime mortgage* (kredit perumahan). Krisis keuangan di AS yang merambah ke sejumlah Negara ini mengancam industri manufaktur Indonesia, terutama industri yang berorientasi ekspor dan menggunakan bahan baku impor. Pasalnya, selama terjadi krisis tersebut, biaya produksi meningkat, pesanan menurun dan *stock* menumpuk di sejumlah perusahaan.⁴ Hal ini dikarenakan produk ekspor Indonesia sangat bergantung pada pasar AS, Jepang, dan kawasan Uni Eropa sedangkan di dalam negeri produk Indonesia kalah bersaing dengan produk impor China yang lebih murah.

Krisis keuangan global yang terjadi pada tahun 2009 tersebut dapat mempengaruhi kepemilikan kas perusahaan (*corporate cash holdings*). Alasannya adalah perusahaan menghadapi kendala kredit yang lebih buruk selama masa krisis yang ditandai dengan kelangkaan dan kesulitan likuiditas di pasar keuangan. Akibatnya, pinjaman antar bank tidak berjalan dan kepercayaan antar pelaku di pasar uang semakin rendah⁵ sementara kebutuhan operasional perusahaan tetap harus dipenuhi.

Di tahun 2010, industri manufaktur di Indonesia dan kegiatan ekspor barang-barang manufaktur mulai menunjukkan tanda-tanda pemulihan. Pada tahun 2009, ekspor Negara atas barang-barang manufaktur

⁴ Lembaga Penelitian SMERU, "Pemantauan Dampak Sosial-Ekonomi Krisis Keuangan Global 2008/09 di Indonesia", 2009, p.1 (www.smeru.or.id/crisismonitoring_download.php?id=63)

⁵ Departemen Keuangan Republik Indonesia, "Upaya Pemerintah dalam Pencegahan dan Penanganan Krisis", 2010 (http://id.m.wikisource.org/wiki/Upaya_Pemerintah_dalam_Pencegahan_dan_Penanganan_Krisis/Bab_II)

di luar sektor minyak dan gas menyusut 16,6% dibanding tahun sebelumnya. Memasuki tahun 2010, pasar ekspor mulai bangkit kembali demikian juga pasar domestik. Sehingga secara keseluruhan ekspor sektor industri manufaktur pada tahun 2010 mencapai US\$ 98 milyar atau meningkat sebesar 33,5% dibanding ekspor tahun 2009. Nilai ini bahkan diatas nilai ekspor tertinggi yang pernah dicapai tahun 2008 yaitu sebesar US\$ 88 milyar (Sumber: Indonesian Commercial Newsletter, 2010)⁶.

Pemulihan sektor industri tersebut mungkin disebabkan karena adanya peningkatan penahanan kas (*cash holding*), seperti yang terjadi pada perusahaan manufaktur di Bangladesh. Hasil penelitian Islam (2012) membuktikan rasio tinggi yaitu 11% terhadap *cash holding* perusahaan manufaktur di Bangladesh tahun 2006-2011. Seperti yang dikatakan Arslan, Florackis dan Ozkan (2006) bahwa selama krisis keuangan, kemampuan perusahaan untuk meningkatkan pembiayaan eksternal berkurang sehingga perusahaan lebih cenderung untuk menggunakan dana internal.

Dengan adanya tren peningkatan (*upward*) *cash holdings* pada perusahaan non keuangan dari berbagai Negara serta kinerja industri manufaktur Indonesia yang terbukti dapat bertahan dan mengalami *recovery* yang baik pasca krisis keuangan global, yang kemudian mengindikasikan adanya peningkatan dalam *cash holding* perusahaan guna membiayai kegiatan operasionalnya, membuat peneliti tertarik untuk melakukan penelitian yang berjudul **“Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap**

⁶ Indonesian Commercial Newsletter, *Prospek Industri Manufaktur Tahun 2010* (<http://datacon.co.id/Outlook-2011Manufaktur.html>)

***Cash Holding* pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012”**

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah diatas, maka yang menjadi identifikasi masalah dalam penelitian ini adalah :

1. Menahan kas terlalu banyak dan terlalu lama dapat membuat kas menganggur, namun terlalu sedikit memegang kas menyulitkan perusahaan pada saat *financial distress*.
2. Di satu sisi kas digunakan untuk membiayai proyek dengan NPV positif, di sisi lain disalahgunakan oleh manager untuk kepentingan pribadi.
3. Peluang pertumbuhan membuat perusahaan meningkatkan modal melalui hutang dengan biaya yang lebih tinggi.
4. Arus kas operasi yang biasanya ditahan oleh perusahaan terkadang digunakan untuk membiayai operasional sehari-hari sebagai substitusi kas.
5. Adanya pertentangan antara teori dengan fakta tentang *cash holding* melalui hutang.
6. *Net working capital* membuat perusahaan memegang kas lebih sedikit karena mudah dikonversikan ke dalam bentuk uang tunai.

C. Pembatasan Masalah

Sehubungan dengan latar belakang yang telah diuraikan diatas, peneliti menyadari bahwa masalah dalam karakteristik perusahaan dan *cash holding* sangat luas, maka peneliti membatasi ruang lingkup penelitian pada :

1. Peneliti hanya memfokuskan objek penelitian ini pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2012.
2. Penelitian ini hanya membahas variabel independen yaitu *growth opportunity*, *cash flow magnitude*, *net working capital*, dan *financial leverage*, sebagai representasi dari karakteristik perusahaan dan *cash holding* sebagai variabel dependen.

D. Perumusan Masalah

Berdasarkan batasan masalah yang telah diuraikan di atas, maka yang menjadi fokus permasalahan dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah *growth opportunity* berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI Tahun 2010-2012?
2. Apakah *cash flow magnitude* berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI Tahun 2010-2012?
3. Apakah *net working capital* berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bei tahun 2010-2012?
4. Apakah *financial leverage* berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI Tahun 2010-2012?

E. Kegunaan Penelitian

Adapun kegunaan penelitian ini antara lain:

1. Kegunaan Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan pemahaman tentang teori struktur modal yaitu *trade off theory* dan *pecking order theory* khususnya *growth opportunity*, *cash flow magnitude*, *net working capital*, dan *financial leverage* dalam kaitannya dengan *cash holding*.

2. Kegunaan Praktis

- 1) Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat dijadikan bahan referensi bagi penelitian selanjutnya yang berhubungan dengan topik ini.
- 2) Bagi manajer keuangan, penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu pertimbangan dalam menentukan tingkat *cash holding* perusahaan.
- 3) Bagi *investor*, penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu pertimbangan dalam berinvestasi, terutama terkait motivasi perusahaan melakukan *cash holding*.