

BAB I

PENDAHULUAN

1.1.Latar Belakang Masalah

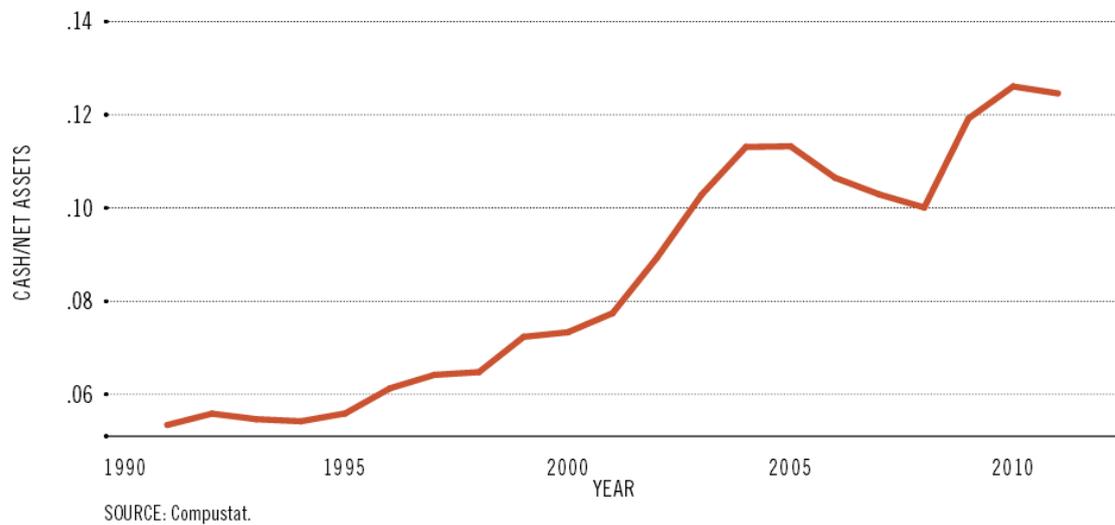
Dalam setiap bisnis, kas diibaratkan sebagai darah atau tulang punggung sebuah bisnis. Kas memainkan peran penting dalam pembuatan keputusan, bisnis tidak dapat beroperasi tanpa kas dan tanpa adanya manajemen kas. Manajemen kas diartikan sebagai pengelolaan likuiditas dalam rangka memenuhi aktifitas operasional hari ke hari (Collins & Jarvis, 2000), jumlah kas yang tersedia pada perusahaan mempengaruhi likuiditas dan mencerminkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya. Ketersediaan kas dapat membantu meningkatkan penjualan, *return* investasi yang positif, serta *profit* untuk perusahaan. Ketersediaan kas menggambarkan kas yang ditahan atau *cash holding*

Kas berperan untuk perusahaan karena memberikan fleksibilitas bagi perusahaan (Nasar, 2017). Kas dalam hal ini berperan karena setiap transaksi membutuhkan kas untuk menyelesaikan transaksi rutin sehari-hari dan menyediakan dana untuk kesempatan investasi perusahaan. Dengan kas perusahaan mampu menyelesaikan kebutuhannya meskipun dalam kondisi krisis selain itu kas dapat dijadikan penyokong antara laba ditahan dan kebutuhan investasi. Untuk meningkatkan laba dan penjualan, perusahaan butuh mencadangkan kas dengan memastikan aktifitas kas membuat arus kas secara keseluruhan menjadi positif (Gill & Shah, 2012). *Cash holding* perlu ditentukan untuk mencapai tingkat optimalnya untuk menyelesaikan transaksi sehari-hari dan mengantisipasi kebutuhan kas yang mendadak diperlukan (Jose et al. 2008).

Ketersediaan jumlah kas yang optimal dapat mendukung aktifitas operasional dan dapat memperoleh laba yang bersumber dari peluang investasi. Selain itu, semakin besar kas yang dimiliki perusahaan maka semakin tinggi tingkat kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendek (utang lancar). Di sisi lain, perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas tinggi karena adanya jumlah kas yang besar merefleksikan tingkat perputaran kas yang rendah dan mencerminkan adanya kelebihan investasi dalam kas sehingga perusahaan tidak efektif dalam mengelola kas (Nafarin, 2007). Oleh sebab itu, perlu dilakukan manajemen kas yang efektif dan efisiensi kas yang optimal (Harjito & Martono, 2005). Perusahaan harus menentukan *cash holding* secara tepat karena tingkat *cash holding* yang optimal dapat mendukung biaya operasional perusahaan dan mampu mengakomodir kebutuhan kas yang diperlukan mendadak (Gill & Shah, 2012). Manajer dituntut untuk mengelola kecukupan pembiayaan internal untuk mengurangi biaya-biaya terkait pembiayaan eksternal.

Tingkat *cash holding* yang optimal, ada berbagai pandangan terhadap rasio kas yang sesuai untuk menjalankan urusan bisnis agar berjalan dengan baik. Sebagai contoh, 16% dari total aset (Kalcheva & Lins, 2007), 13% dari total aset (Guney, 2003; Ditmar et al. 2003), 15% dari total aset (Ferreira & Vilela, 2004), 9% dari total aset (Al-Najjar & Belghitar, 2011) . Mengelola tingkat *cash holding* pada perusahaan dapat memberikan informasi kepada para pemangku kepentingan perusahaan mengenai kondisi apa yang dihadapi perusahaan dan manfaat apa yang diperoleh dengan menyimpan cadangan kas (Chireka et al. 2017).

Ratio of Cash to Net Assets



Sumber : The Regional economist (2013)

Gambar 1.1
Rasio Kas Terhadap Total Asset Perusahaan Amerika, Kecuali Keuangan dan Perusahaan Utiliti
Tahun 1980 -2010 (dalam persentase)

Untuk menunjukkan adanya penyesuaian terhadap kebijakan *cash holding* perusahaan dari waktu ke waktu, Gambar 1.1 menunjukkan bahwa trend *cash holding* perusahaan-perusahaan Amerika Serikat terus mengalami peningkatan, Amerika Serikat dinilai cukup menggambarkan kondisi perusahaan-perusahaan di seluruh dunia karena perekonomiannya mencerminkan kondisi global terkini. Rasio kas terhadap total aset Perusahaan Amerika konsisten dibawah 6% pada tahun 1990 sampai dengan tahun 1995 namun pada dua tahun terakhir, rasio berkisar 12%. Penjelasan fenomena tersebut dapat dibagi menjadi 2 periode, periode pertama yaitu antara tahun 1995 sampai dengan tahun 2004 dengan peningkatan persentase *cash to total asset* 5.0% kemudian stagnan dan menurun sampai akhir tahun 2008. Periode kedua, peningkatan mulai terjadi setelah krisis keuangan dan terus menguat sampai tahun 2010.

Berdasarkan data dan fenomena di atas, *cash holding* dari waktu ke waktu terus mengalami perkembangan dan perubahan. Dittmar, Mahrt-Smith, dan Servaes (2003) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan besar di seluruh dunia memegang 9% nilai buku asetnya dengan kas dan setara kas. Lebih lanjut, Gao, Harford, dan Li (2013) menemukan bahwa perusahaan publik di Amerika Serikat rata-rata memegang 18.8% asetnya dengan kas atau instrument likuid lain (*near cash instrument*) nilai tersebut mengalami kenaikan dari studi sebelumnya yang dilakukan Opler et al. (1999) sebesar 17%. Oleh karena itu menjaga perimbangan antara asset dan *cash holding* menjadi isu penting dan strategi manajemen keuangan perusahaan yang berhubungan dengan operasi perusahaan.

Keputusan *cash holding* perusahaan sangat penting dalam keputusan finansial perusahaan. Tingkat *cash holding* sebuah perusahaan tidak hanya merefleksikan *business plan* dan strategi keuangan perusahaan, tetapi juga erat kaitannya dengan tata kelola perusahaan dan lingkungan makro eksternal. Perusahaan yang memegang kas dapat melakukan spekulasi dengan efisien dan mencegah risiko kesulitan keuangan, selain itu kas dapat memenuhi kebutuhan operasi harian dan aktifitas perusahaan. Kas merupakan sumber pendanaan yang relatif murah jika diperbandingkan dengan mendapatkan pendanaan eksternal karena informasi asimetris (Myers & Majluf, 1984). Disisi lain keputusan *cash holding* perusahaan juga menanggung konsekuensi beban, meskipun kas karakteristiknya *high liquidity* namun kas merupakan jenis aset dengan tingkat profitabilitas yang rendah jika diperbandingkan dengan aset lain.

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan *cash holding* dapat ditinjau dari sudut pandang teori, antara lain; *trade off theory* (Myers, 1977), *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984) serta teori motif transaksi (Keynes, 1938). Menurut *trade off theory* perusahaan menentukan level optimal *cash holding*-nya dengan menyeimbangkan marginal *cost* dan marginal benefit dalam memegang kas (Afza & Adnan, 2007; Dittmar et al. 2003; Ferreira & Vilela, 2004; Kariuki et al. 2015; Opler et al.1999). Menurut *Pecking order theory*, Myers (1984) perusahaan-perusahaan seharusnya membiayai investasinya terlebih dahulu dengan laba ditahan, lalu dengan utang kemudian dengan saham untuk meminimalisasi biaya informasi asimetris dan biaya pembiayaan lain.

Untuk menganalisis kebijakan *cash holding*, salah satu faktor yang mempengaruhi *cash holding* adalah *leverage*, *leverage* secara umum meningkatkan kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan ataupun kesulitan keuangan sehingga untuk mengurangi kemungkinan tersebut, perusahaan dengan *leverage* yang tinggi cenderung memiliki *cash holding* yang tinggi untuk mengantisipasi kemungkinan tersebut. Disisi lain saat rasio *leverage* digunakan sebagai proxy kemampuan perusahaan untuk menerbitkan utang (Ferreira & Vilela, 2004).

Faktor berikutnya adalah pembayaran dividen, perusahaan-perusahaan yang membayar dividen ke pemegang saham dapat memperoleh dana dengan biaya yang murah dengan mengurangi pembayaran dividennya, sebaliknya perusahaan yang tidak membayarkan dividen harus memperoleh dana eksternal di pasar modal sehingga diharapkan perusahaan-perusahaan yang membayarkan dividen ke pemegang sahamnya

memiliki tingkat *cash holding* yang lebih kecil dari perusahaan yang tidak membayarkan dividen.

Berdasarkan pola hirarki pembiayaan, kas adalah hasil dari kegiatan pembiayaan dan investasi (Dittmar et al, 2003). Profitabilitas perusahaan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan membayar dividen, membayar kewajiban utangnya, dan menimbun uang tunai. Perusahaan dengan *profit* yang rendah akan memegang kas dalam jumlah sedikit dan menerbitkan utang untuk membiayai proyek investasinya. Perusahaan tersebut cenderung enggan menerbitkan saham karena tingginya biaya penerbitan saham (Al-Najjar & Belghitar, 2011; Dittmar et al., 2003; Ferreira & Vilela, 2004).

Selanjutnya, faktor yang mempengaruhi *cash holding* adalah ukuran perusahaan (*firm size*), perusahaan-perusahaan besar akan menikmati skala ekonomi dalam manajemen kas, dalam hal ini perusahaan-perusahaan besar akan memiliki *cash holding* yang lebih sedikit daripada perusahaan-perusahaan yang lebih kecil (Miller & Orr, 2004) hal tersebut karena perusahaan andal di pasar modal, aksesibilitas perusahaan terhadap modal sangat mudah. Oleh karena itu memperoleh dana menjadi lebih mahal untuk perusahaan-perusahaan kecil dibandingkan dengan perusahaan besar.

Determinan lain yang mempengaruhi kebijakan *cash holding* adalah belanja modal (*capital expenditure*), dalam sebuah perusahaan belanja investasi mencerminkan kesulitan keuangan (Bates et al. 2009) dapat diartikan bahwa perusahaan-perusahaan dengan belanja investasi yang tinggi akan menghadapi tingginya biaya di pasar modal. Dalam usaha untuk menghindari biaya transaksi tersebut perusahaan memegang kas lebih besar. Sebaliknya, belanja modal perusahaan akan menciptakan pembuatan dan

peningkatan aset baru yang dapat dijadikan sebagai jaminan oleh perusahaan dengan demikian memperkuat kapasitas pinjaman perusahaan (Kim et al. 2011).

Modal kerja bersih atau *net working capital* merupakan proxy dari investasi pada aset lancar yang dapat dialokasikan untuk pengganti kas (Bigeli & Vidal, 2012). Modal kerja bersih dapat bersifat sebagai substitusi dari kas dengan tingkat likuiditas yang tinggi. Modal kerja dapat dikonversi menjadi aset likuid seperti kas saat dibutuhkan. Perusahaan dengan modal kerja bersih yang tinggi akan cenderung memegang kas dalam jumlah yang sedikit.

Arus kas menjadi salah satu faktor lain penentu kebijakan *cash holding* karena arus kas menyediakan sumber likuiditas untuk investasi dan pembayaran utang jatuh tempo. Perusahaan-perusahaan yang memiliki arus kas dengan volatilitas yang tinggi cenderung menyimpan kas dalam jumlah besar karena berusaha untuk mengantisipasi terjadinya kesulitan likuiditas yang apabila terjadi maka perusahaan akan mengalami biaya-biaya terkait pendanaan eksternal. Makin tinggi variasi arus kas perusahaan maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan mengalami kekurangan aset likuid (Ozkan, 2014).

Mengenai alasan perusahaan memegang kas, John Maynard Keynes (dalam Ross et al. 2012: 660) mengidentifikasi 3 motif perusahaan memegang kas yaitu motif berjaga-jaga dan motif spekulasi serta motif transaksi. Berbeda dengan Keynes, Sanchez dan Yurdagul (2013) menjelaskan bahwa terdapat dua motif perusahaan memegang kas yaitu motif berjaga-jaga dan pajak repatriasi untuk perusahaan multinasional. Motif pertama adalah perusahaan menjaga likuiditas untuk kelancaran transaksi dan kegiatan operasionalnya karena perusahaan mengantisipasi ketidakpastian transaksi yang terjadi

di masa yang akan datang. Motif kedua adalah karena repatriasi pajak karena di beberapa negara pajak dibebankan berdasarkan pendapatan penduduknya diseluruh dunia terutama untuk perusahaan-perusahaan yang beroperasi diluar negeri sehingga dalam hal ini ketika laba perusahaan direpatriasi maka perusahaan dikenakan pajak dikenakan baik di negara tamu maupun negara asalnya.

Tabel 1.1
Tingkat *cash holding* perusahaan-perusahaan Manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam Tahun 2010 - 2016 (dalam persentase)

TAHUN	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
INDONESIA	13.2%	20.1%	12.5%	16.0%	14.1%	12.4%	10.2%
MALAYSIA	13.2%	13.1%	11.7%	14.6%	15.4%	16.5%	18.1%
VIETNAM	13.1%	12.7%	14.0%	11.6%	10.9%	13.0%	13.4%

Sumber : Penulis (2018)

Pemaparan sebelumnya telah mendeskripsikan tingkat *cash holding* perusahaan-perusahaan Amerika Serikat pada tahun 1990 sampai dengan tahun 2010. Rentetan data *time series* tersebut menunjukkan variasi rasio kas terhadap total asset. Tabel 1.1. menunjukkan bahwa range *cash holding* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam berkisar dari 10% hingga 20%, hal tersebut menggambarkan adanya karakteristik masing-masing perusahaan dalam sebuah negara dalam menentukan keputusan *cash holding*. Menurut Scott (1995) faktor-faktor kelembagaan dapat menjadi pemicu praktik keuangan perusahaan seperti *cash holding*, hal tersebut seperti hukum dan aturan, aksesibilitas pasar modal, keterbukaan informasi pasar modal dan lain-lain.

Merujuk pada penelitian sebelumnya, Ferreira dan Vilela (2004) menemukan bahwa *leverage*, ukuran perusahaan, likuiditas asset mempengaruhi *cash holding* secara negatif

sedangkan arus kas dan kesempatan investasi mempengaruhi secara positif. Pembayaran dividend dan jatuh tempo utang tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Bates et al. (2009) meneliti *cash holding* pada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat periode 1980 – 2006. Bates menemukan bahwa ukuran perusahaan, modal kerja bersih, *leverage*, dan pembayaran dividen berkorelasi negatif dengan tingkat *cash holding* perusahaan sedangkan belanja modal mempunyai hubungan yang positif terhadap *cash holding*. Saddour (2006) menemukan bahwa untuk perusahaan yang bertumbuh, terdapat hubungan yang negatif antara ukuran perusahaan, tingkat liquid asset, dan utang jangka pendek terhadap cash holding. Beberapa penelitian dilakukan seperti Jinker (2013) dan Majid (2017) yang meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *cash holding* di perusahaan manufaktur Indonesia. Hasil penelitian Jinker menyatakan bahwa *growth opportunity*, *leverage*, *net working capital*, *dividend payment* mempengaruhi *cash holding* dengan kata lain kegiatan operasional dan kegiatan pembiayaan perusahaan adalah kegiatan yang mempengaruhi kebijakan *cash holding*.

Literatur mengenai *cash holding* sangat minim khususnya di lingkup Indonesia dan Regional Kawasan ASEAN pada umumnya. Banyak yang meneliti topik *cash holding*, bagaimanapun difokuskan pada negara-negara barat namun hanya sedikit yang dilakukan di Asia (Kim & Woods, 2011; Islam, 2012; Horioka & Terada, 2013; Uyar & Kuzey, 2013; Fischer et al. 2014). Penelitian yang berkembang saat ini penuh dengan bukti dari Amerika Serikat dan negara maju namun sedikit perhatian diberikan kepada negara berkembang (Guizani, 2017). Negara berkembang mempunyai masalah –masalah

ekonomi yang unik, kondisi bisnis yang dapat dipengaruhi oleh ketidakstabilan politik, situasi keamanan yang tidak stabil.

Beberapa pertanyaan yang menarik perhatian peneliti dalam beberapa tahun terakhir di negara berkembang khususnya Indonesia, Malaysia, dan Vietnam antara lain; berapa tingkat *cash holding* yang optimal pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terlisting di Bursa Efek negara masing-masing, kemudian apa saja faktor penentu yang potensial dari berbagai tingkat *cash holding* perusahaan manufaktur di Negara Indonesia, Malaysia, dan Vietnam. Selain itu, peneliti juga ingin mengetahui trend *cash holding* di negara-negara berkembang apakah secara empiris mengalami kenaikan layaknya negara-negara maju.

Penelitian ini berusaha mereplikasi penelitian Guizani yang melakukan penelitian determinan *cash holding* dalam konteks negara penghasil Minyak, Saudi Arabia dengan membagi 2 sub-sampel: perusahaan petrokimia dan Non-petrokimia tahun 2006 – 2014 menggunakan model data panel. Kontribusi penelitian ini mencoba mengidentifikasi berapa tingkat *cash holding* yang optimal yang harus dipegang oleh sebuah perusahaan selain itu juga untuk mencari bukti empiris baru (*new empirical evidence*) tentang faktor-faktor penentu kebijakan *cash holding* dalam konteks perusahaan-perusahaan di negara berkembang ASEAN yaitu, Indonesia, Malaysia dan Vietnam. Penelitian ini juga mengelompokkan karakteristik perusahaan di sektor dengan membagi sub-sampel yaitu: perusahaan manufaktur padat modal dan perusahaan manufaktur padat karya.

1.2.Rumusan Masalah

Kebijakan *cash holding* mempunyai kontribusi yang positif jika dikelola dengan baik, perusahaan diharapkan mampu menetapkan tingkat *cash holding* yang optimal dengan mempertimbangkan *cost* dan benefit sesuai dengan pandangan *trade off theory* serta motif berjaga-jaga Keynes (1936). *Pecking order theory* Guizani (dalam Myers, 1984) menyatakan bahwa untuk meminimalisasi biaya informasi asimetris dan biaya-biaya pembiayaan lain, perusahaan seharusnya memdanai investasinya dengan dana internal. Jika dana internal tidak mencukupi maka perusahaan menerbitkan *equity*, kas digunakan sebagai penyokong antara antara laba ditahan dan kebutuhan investasi. Berdasarkan pemaparan latar belakang masalah di atas maka dapat dirumuskan beberapa permasalahan yang antara lain;

1. Apakah *financial leverage* berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam.
2. Apakah pembayaran dividen berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam.
3. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam.
4. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam.
5. Apakah belanja modal berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam.

6. Apakah modal kerja bersih berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam.
7. Apakah arus kas berpengaruh terhadap *cash holding* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam.

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dipaparkan di atas maka dapat diidentifikasi tujuan penelitian ini adalah untuk:

1. Mengetahui pengaruh leverage terhadap *cash holding* perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam
2. Mengetahui pengaruh pembayaran dividen terhadap *cash holding* perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam
3. Mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap *cash holding* perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam
4. Mengetahui pengaruh ukuran perusahaan terhadap *cash holding* perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam
5. Mengetahui pengaruh belanja modal terhadap *cash holding* perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam
6. Mengetahui pengaruh modal kerja bersih terhadap *cash holding* perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam
7. Mengetahui pengaruh arus kas terhadap *cash holding* perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini secara keilmuan maupun secara praktis diharapkan dapat memberikan manfaat bagi:

- a. **Manajer**; diharapkan dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai salah satu bahan pertimbangan keputusan menentukan tingkat *cash holding* yang optimal khususnya untuk perusahaan-perusahaan manufaktur karena secara umum mempunyai karakteristik bisnis tertentu.
- b. **Perusahaan-perusahaan Manufaktur** yang terlisting di Bursa Efek Indonesia, Bursa Efek Malaysia, dan sekaligus Bursa Efek Vietnam (selaku objek penelitian) dalam hal ini untuk mengetahui tingkat *cash holding* rata-rata industri dan menentukan keputusan *cash holding* dengan berbagai kondisi bisnis yang terjadi di negara lain.
- c. **Penelitian berikutnya**; menambah bukti-bukti empiris yang mendukung kebijakan *cash holding* sehingga dapat dijadikan acuan untuk penelitian sebelumnya sehingga dapat memberikan kontribusi yang lebih beragam dalam khasanah ilmu pengetahuan manajemen keuangan.