

***INSTITUTIONAL OWNERSHIP MEMODERASI GROWTH OPPORTUNITY,
CASH CONVERSION CYCLE, NET WORKING CAPITAL DAN DIVIDEND
PAYOUT TERHADAP CASH HOLDINGS***

Nur Annisa Muharromah¹, Nurmala Ahmar², Choirul Anwar³
Magister Akuntansi Universitas Pancasila Jakarta
Email: aniezannisa88@gmail.com

Abstract

Cash holdings are cash in hand or available to be invested in physical assets and/or distributed to investors. This study examines the effect of growth opportunity, cash conversion cycle, net working capital and dividend payout to cash holdings with institutional ownership as moderator. The sampling technique used is purposive sampling with company criteria listed on Indonesia Stock Exchange during year 2013-2017. This study has a sample data of 320 data sourced from 64 manufacturing companies. The data analysis technique used is structural equation modeling - partial least square (SEM-PLS) using WarpPLS 5.0 program. The test result shows that growth opportunity has a significant positive effect on cash holdings, cash conversion cycle has a significant negative effect on cash holdings, net working capital has a significant positive effect on cash holdings, dividend payout has a significant positive effect on cash holdings, but institutional ownership is not proven to have any effect on cash holdings. Moderate variables such as institutional ownership are only able to moderate the influence of growth opportunity to cash holdings negatively but institutional ownership is not proven to moderate the effect of cash conversion cycle, net working capital and dividend payout to cash holdings.

Abstrak

Cash holdings merupakan kas yang ada di tangan atau tersedia untuk diinvestasikan dalam bentuk asset fisik dan atau dibagikan ke investor. Penelitian ini menguji pengaruh *growth opportunity*, *cash conversion cycle*, *net working capital* dan *dividend payout* terhadap *cash holdings* dengan *institutional ownership* sebagai pemoderasi. Teknik sampling yang digunakan adalah *purposing sampling* dengan kriteria perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2013-2017. Penelitian ini memiliki data sampel sebanyak 320 data yang bersumber dari 64 perusahaan manufaktur. Teknik analisis data yang digunakan adalah *structural equation modelling – partial least square* (SEM-PLS) menggunakan program WarpPLS 5.0. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh signifikan positif terhadap *cash holdings*, *cash conversion cycle* berpengaruh signifikan negatif terhadap *cash holdings*, *net working capital* berpengaruh signifikan positif terhadap *cash holdings*, *dividend payout* berpengaruh positif terhadap *cash holdings*, namun *institutional ownership* tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap *cash holdings*. Variabel pemoderasi yaitu *institutional ownership* hanya mampu memoderasi pengaruh *growth opportunity* terhadap *cash holdings* secara negatif namun *institutional ownership* tidak terbukti memoderasi pengaruh *cash conversion cycle*, *net working capital* dan *dividend payout* terhadap *cash holdings*.

Kata Kunci: *Growth opportunity; cash conversion cycle; net working capital; dividend payout; dan institutional ownership.*

Keywords: Growth opportunity; cash conversion cycle; net working capital; dividend payout; and institutional ownership.

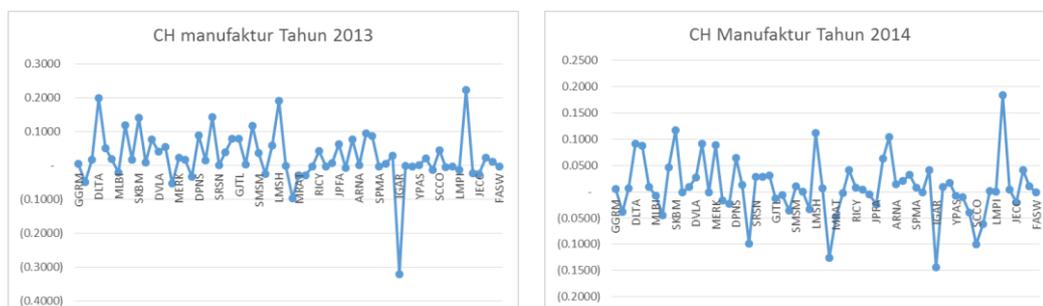
PENDAHULUAN

Kas merupakan salah satu elemen yang tergambar di dalam penyajian laporan keuangan. Kas memiliki peranan sangat penting dalam membiayai kegiatan operasional, pendanaan maupun investasi perusahaan. Melalui akun kas bersamaan dengan akun lainnya di dalam laporan keuangan dapat digunakan sebagai alat analisis maupun bentuk pertanggungjawaban serta indikator ketercapaian pengelolaan dari beberapa tujuan yang telah ditetapkan perusahaan sebelumnya. Pengelolaan tersebut tergambar melalui kebijakan –kebijakan yang telah diterapkan selama periode tertentu termasuk kebijakan terhadap penahanan kas atau *cash holdings*.

Teori Keynes (1936) menjelaskan bahwa terdapat dua manfaat utama dari *cash holdings* yaitu pertama biaya transaksi yang lebih rendah dari tidak adanya kepemilikan asset yang dilikuidasi ketika menghadapi sebuah pembayaran dan kedua yaitu sebuah nilai penyangga untuk memenuhi kontijensi yang tidak terduga. Sehingga perusahaan dapat menghindari situasi dimana perusahaan harus membuang investasi yang menguntungkan seperti memotong dividen atau melikuidasi asset-assetnya.

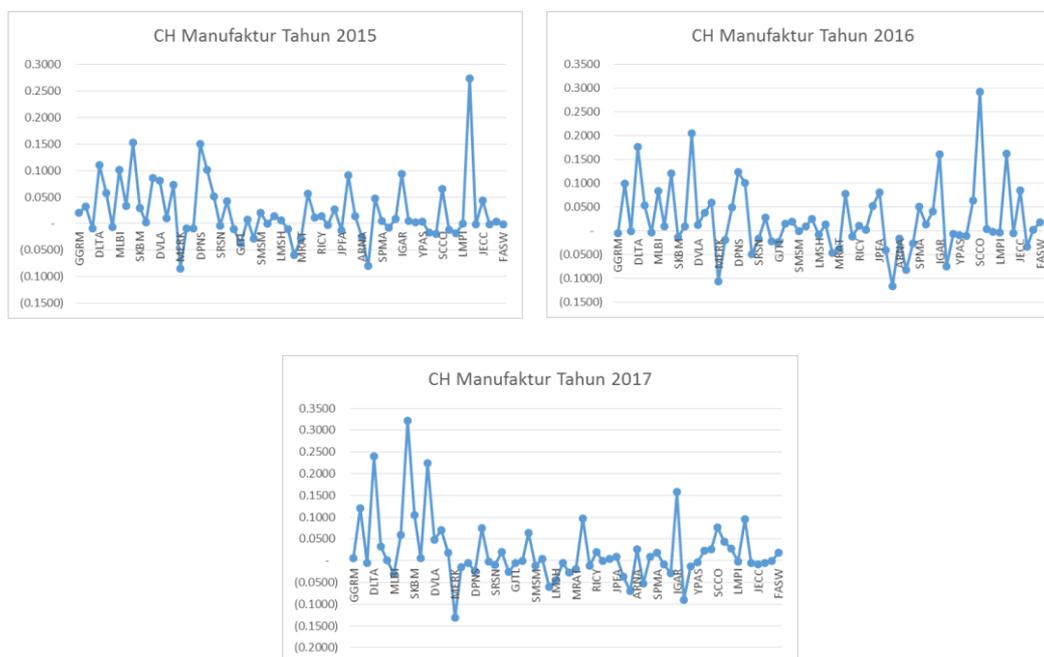
Literatur lainnya yaitu *trade off theory* menurut Miller dan Orr (1966) dan kedua *pecking order theory* menurut Myers dan Majluf (1984). *Trade off theory* menjelaskan bahwa jumlah permintaan kas yang optimal memperhitungkan biaya transaksi konversi asset non-finansial menjadi kas untuk pembayaran. Teori *trade off* mengemukakan bahwa terdapat batasan dalam menentukan tingkat saldo kas namun sebaliknya dalam teori *pecking order* yang menganggap bahwa tidak adanya tingkat kas yang optimal didalam pengelolaannya.

Beberapa keuntungan dari memegang kas dalam jumlah yang besar antara lain perusahaan dapat terhindar dari *financial distress* yang disebabkan karena kurangnya kas operasional, memiliki peluang keuntungan dari potongan penjualan. Selain memiliki keuntungan, memegang kas dalam jumlah yang besar memiliki resiko hilangnya kesempatan peluang perusahaan dalam memperoleh laba. Hal ini disebabkan karena kas memiliki sifat *idle fund* yaitu tidak memberikan pendapatan jika hanya disimpan dan atau dapat berkurang karena adanya pengaruh pengenaan pajak, serta menurunnya nilai tukar uang terhadap barang, jasa, maupun valuta asing. Kebijakan memegang kas perusahaan manufaktur terlihat dalam gambar 1.



Sumber: www.idx.co.id (data diolah)

Gambar 1 Cash Holdings Perusahaan Manufaktur di Indonesia



Sumber: www.idx.co.id (data diolah)

Gambar 1 Cash Holdings Perusahaan Manufaktur di Indonesia (Lanjutan)

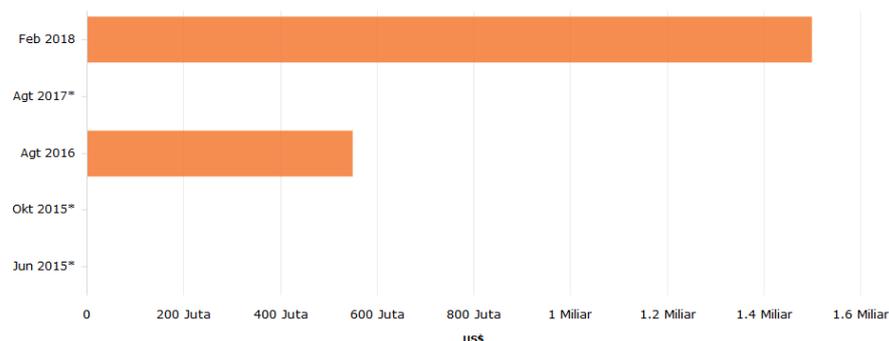
Gambar 1 menunjukkan kebijakan *cash holdings* perusahaan manufaktur memiliki variatif nilai yang berbeda dari tahun ke tahun. Nilai terendah kebijakan menahan kas terjadi pada tahun 2013 yaitu sebesar minus 0.321 dan tertinggi terjadi pada tahun 2017 yaitu sebesar positif 0.321. Lebih dari 20 perusahaan selama periode pengamatan cenderung melepas kas nya untuk melakukan investasi dan sebagian yang lebih banyak perusahaan memilih untuk menahan kas mereka.

Beberapa fenomena yang terjadi selama tahun 2015-2017 cukup fantastis untuk diteliti terkait kebijakan *cash holdings* yang terjadi pada perusahaan manufaktur. Menurut pemberitaan pada situs Dkatadata.co.id pada Februari 2018, perusahaan manufaktur yaitu Astra International yang merupakan perusahaan manufaktur bidang otomotif terbesar di tanah air telah melakukan penyetoran dana sebesar US\$ 150-170 juta setara Rp 2,1 triliun kepada penyedia jasa layanan transportasi *online* yaitu Gojek. Disambung penyetoran oleh Grup Djarum senilai US\$ 100-200 juta atau sekitar Rp 1,5 triliun.

Hal yang menjadi menarik perhatian publik sampai dengan saat ini adalah perusahaan yang bergerak pada bidang transportasi tersebut atau gojek dianggap belum dapat membuktikan transparansi dalam menghasilkan laba secara berkesinambungan. Hal ini disebabkan sampai dengan penelitian ini dilaksanakan Gojek belum resmi melantai di bursa dengan status perusahaan publik. Melalui status tersebut menyebabkan keterbukaan informasi pada laporan keuangan dituntut harus terjadi. Hal tersebut dilakukan agar setiap investor yang hendak

menginvestasikan dana nya dapat dengan baik menilai maupun memperkirakan periode Gojek akan berjaya.

Selain perusahaan lokal, perusahaan yang didirikan oleh Nadiem Makarim pada 2010 ini telah mendapatkan pendanaan sebanyak empat kali sejak 2015-2017. Tiga di antaranya bersifat tertutup (disclosed), yakni pada Juni 2015 dari NSI Ventures, kemudian pada Oktober 2015 dari Sequoia Capital, dan pada Agustus 2016 dari Tencent dan JD.com. Sedangkan pada Agustus 2016, GoJek mendapat pendanaan secara terbuka dengan nilai US\$ 550 juta dari konsorsium Sequoia Capital. Grafik suntikan dana ke perusahaan Gojek disajikan dalam gambar 2



Sumber : www.Dkatadata.co.id

Gambar 2 Suntikan Dana Investor ke Gojek Periode 2015-2018

Republika.co.id Jakarta pada tanggal 4 Juli 2017, Menteri Perencanaan Pembangunan Nasional Bambang Brodjonegoro mengungkapkan, ada sebuah studi yang memprediksi pertumbuhan ekonomi Indonesia hanya akan mentok di angka 5,5 persen dengan kondisi daya saing dan iklim usaha saat ini. Menurut studi tersebut, pertumbuhan ekonomi Indonesia sulit tumbuh lebih tinggi lagi karena sektor manufakturnya tidak memiliki terobosan. Dalam kesempatan yang sama, Menteri Perindustrian Airlangga Hartarto mengatakan, pemerintah telah berkomitmen untuk membangun industri manufaktur yang berdaya saing global melalui implementasi industri 4.0. Ada lima sektor manufaktur yang akan didorong di era industri 4.0. Kelima sektor tersebut yakni makanan dan minuman, elektronik, otomotif, tekstil dan footwear, serta kimia. Untuk mengakselerasi pertumbuhan sektor manufaktur, Airlangga mengatakan, salah satu strategi yang akan dilakukan pemerintah yakni mendorong kegiatan riset inovasi industri. "Karena manufaktur tanpa inovasi akan sulit melonjak."

Selain inovasi industri, kebijakan internal dalam menetapkan *cash holdings* juga dianggap penting demi terciptanya going concern yang berkesinambungan. Kontribusi ekonomi pada beberapa negara-negara maju banyak ditopang oleh sektor manufakturnya. Variabilitas yang tinggi dari jumlah memegang kas atau *cash holdings* serta fenomena yang mempengaruhi dalam penentuan kebijakan perusahaan terkait *cash holdings* di Indonesia menjadi hal yang menarik untuk di eksplorasi secara empiris dalam penelitian ini.

Opler et all (1999) mengumpulkan data pada tahun 1971 sampai dengan 1994 di Perusahaan Amerika Serikat menemukan faktor-faktor penentu dari *cash*

holdings. Melalui *time series* bahwa perusahaan dengan *growth opportunity* yang kuat dan arus kas yang baik menyebabkan tingginya rasio memegang uang tunai. Opler et al (1999) juga menemukan bahwa perusahaan yang baik cenderung menumpuk lebih banyak uang.

Ferreira dan Vilela (2004) menemukan faktor penentu kebijakan *cash holdings* di Kanada dengan mengumpulkan 400 perusahaan di 12 negara menunjukkan *cash holdings* dipengaruhi secara positif oleh *investment opportunity*, *cash flow*, *Profitability*, *Liquidity*, *leverage* dan *size* mempengaruhi *cash holdings* secara negatif.

Saddour (2006) memaparkan penelitiannya di Perancis selama periode 1998-2002 dengan mengumpulkan data sebanyak 297 melalui analisis regresi bahwa perusahaan Perancis memiliki *investment opportunity*, *cash flow*, serta *divident payment* kepada pemegang saham yang tinggi. Faktor *growth opportunity*, *leverage*, dan *size* berhubungan negatif dengan *cash holdings*.

Afza dan Adnan (2007) melakukan penelitian *cash holdings* pada perusahaan non keuangan di Pakistan selama periode 1998-2005. Afza dan Adnan menemukan hubungan negatif *market to book ratio*, *net working capital*, *leverage* dan dividen serta hubungan positif *size* dan *cash flow* secara signifikan terhadap *cash holdings*.

Kim (2011) mengumpulkan data dari 125 perusahaan restaurant di Amerika Serikat selama periode 1997-2008. Hasil penelitian yang diperoleh Kim adalah perusahaan yang memiliki *asset liquid –non cash*, *net working capital*, dan membayar dividen memegang uang tunai dalam jumlah yang sedikit. Perusahaan restaurant dengan *investment opportunity* yang besar cenderung menahan lebih banyak uang.

Sohani Islam (2012) di Bangladesh menemukan hubungan negatif antara *leverage* dengan *cash holdings* serta hubungan tidak signifikan antara *net working capital* dan *cash flow* terhadap *cash holdings*. Yeboah (2012) di Ghana dalam penelitiannya menunjukkan *net working capital*, *profitability*, *cash flow* & *size* memiliki pengaruh negatif terhadap *cash holdings*.

Li Wenyao (2017) di Cina telah melakukan penelitian dengan hasil *leverage* dan *asset liquid-non cash* berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Sedangkan faktor *growth opportunity* dan *size* memiliki pengaruh positif terhadap *cash holdings*.

TINJAUAN PUSTAKA

Trade Of Theory

Pendekatan Modigliani dan Miller (*MM approaches*) melalui artikelnya yang terkenal pada tahun 1958 yang berjudul *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment* menyatakan bahwa tidak ada hubungan antara nilai perusahaan dan biaya modal dengan struktur modalnya. Pernyataan tersebut didukung dengan adanya proses arbitrase. Melalui proses arbitrase akan membuat harga saham atau nilai perusahaan baik yang tidak menggunakan utang atau yang menggunakan utang akhirnya sama. Proses arbitrase ini muncul karena investor berfikir rasional, artinya investor lebih menyukai investasi yang sama

tetapi menghasilkan keuntungan yang lebih besar atau dengan investasi yang lebih kecil menghasilkan keuntungan yang sama (Sutrisno, 2012:267).

Pecking Order Theory

Dalam *Pecking order theory* tidak ada tingkat *cash holdings* yang optimal tetapi kas memiliki peran sebagai penyangga antara laba ditahan dan kebutuhan investasi. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Kas akan tersedia ketika profit yang dihasilkan perusahaan melebihi kebutuhan investasinya. Ketika kas tersedia dalam jumlah yang berlebih dan perusahaan yakin akan profitabilitas investasi mereka, maka kelebihan kas akan dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen (Myers dan Majluf, 1984).

Agency Teory

Teori ini ditemukan oleh Jansen dan Mecking (1976) menyatakan bahwa kedua belah pihak yakni pemilik dan pengelola akan berusaha memaksimalkan utilitas mereka sehingga terdapat kemungkinan pihak manajemen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Konflik kepentingan pemegang saham dan manajemen salah satunya dapat timbul karenanya adanya kelebihan aliran kas (*excess cash flow*). Kelebihan tersebut cenderung diinvestasikan dalam hal-hal yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan. Pemegang saham lebih menyukai investasi yang berisiko tinggi yang juga menghasilkan return yang tinggi, sementara manajemen lebih cenderung memilih melakukan investasi dengan risiko rendah.

Cash Holdings

Opler et all (1999) menyatakan bahwa manajemen yang ingin memaksimalkan kesejahteraan para pemegang sahamnya harus mengatur *cash holdings* perusahaan pada tingkat dimana manfaat memegang kas setara atau bahkan melebihi biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memegang kas tersebut. Menurut Ferreira dan Vilela (2004), manfaat utama yang bisa di dapatkan perusahaan dengan memegang kas diantaranya mengurangi kemungkinan terjadinya *financial distress*, memungkinkan terpenuhinya kebijakan investasi meskipun adanya kendala keuangan, dan meminimalkan biaya atas adanya pendanaan eksternal atau terjadinya likuidasi asset.

Growth Opportunity

Growth opportunity merupakan kemampuan perusahaan untuk berkembang dimasa mendatang dengan cara memanfaatkan peluang investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Menurut Sartono (2012:248), semakin cepat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar kebutuhan dana untuk pembiayaan ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen tetapi lebih banyak digunakan untuk pembiayaan investasi.

Cash Conversion Cycle

Menurut Benardi (2012) dalam Senjaya (2014) *cash conversion cycle* atau siklus konversi kas adalah waktu yang dibutuhkan perusahaan mulai dari saat perusahaan mengeluarkan uang untuk membeli bahan baku sampai perusahaan menerima pendapatan dari penjualan barang jadi. Berdasarkan pernyataan tersebut maka dapat disimpulkan bahwa CCC adalah periode waktu jumlah uang yang digunakan oleh kegiatan operasional perusahaan pada saat memproduksi barang.

Net Working Capital

Modal kerja mengukur kemampuan untuk membayar kewajiban lancar dengan aset lancar. Secara umum, semakin besar modal kerja, semakin besar kemampuan untuk membayar utang. *Net working capital* mampu berperan sebagai substitusi terhadap *cash holding* suatu perusahaan (Opler et al, 1999). Hal ini dikarenakan kemudahan dalam mengubahnya kedalam bentuk kas saat perusahaan memerlukannya. Sejalan dengan temuan Bigelli dan Vidal (2012) yang menggambarkan hubungan antara *net working capital* dengan *cash holdings*, penelitian ini menemukan bahwa *net working capital* bisa berperan sebagai substitusi kas yang baik

Dividend payout

Menurut Sartono (2012:281) dalam bukunya Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi 4, kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana intern atau *internal financing*.

Institutional Ownership

Institutional ownership merupakan persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Hal ini berarti semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer (Jensen, 1986).

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian empiris dengan menggunakan metode kuantitatif yang menekankan analisis pada data numerikal atau angka yang diperoleh dengan metode statistik. Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek sebanyak 125 perusahaan. Sampel penelitian ini ditentukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* sebanyak 64 perusahaan periode tahun 2013-2017 yaitu sebanyak 320 pengamatan.

Metode analisis data yang digunakan untuk pengujian hipotesis menggunakan program WarpPLS 5.0.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Objek Penelitian

Gambaran umum objek penelitian disajikan pada tabel 2 tabel statistik berikut:

Tabel 2 Tabel Statistik

Variabel Penelitian	Jumlah Sampel (n)	Min	Max	Mean	Standar Deviasi
CH	320	(0.321)	0.321	0.020	0.067
GO	320	(0.963)	5.947	0.104	0.431
CCC	320	(0.001)	0.008	0.001	0.001
NWC	320	(0.774)	0.796	0.243	0.240
DP	320	(60.470)	413.540	17.748	37.061
IO	320	0	100	68.427	19.406

Sumber : data diolah (hasil warppls 5.0)

Berdasarkan tabel 2 rata-rata kebijakan *cash holdings* perusahaan manufaktur sebesar 0.020. Kebijakan *cash holdings* tersebut cukup berfluktuatif dibuktikan dengan rentang nilai yang besar antara -0.321 sampai dengan 0.321 serta standar deviasi atau variasi data yang dihasilkan sebesar 0.020 berada dibawah nilai rata-rata sebesar 0.067. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat diartikan bahwa kas yang ada di tangan atau tersedia untuk diinvestasikan dalam bentuk asset fisik dan dibagikan ke investor cukup banyak terjadi di perusahaan manufaktur selama periode tahun 2013-2017 dan cukup berfluktuatif.

Statistik deskriptif *growth opportunity* memiliki rentang nilai yang cukup panjang yaitu dari -0.963 sampai dengan 5.947. Secara rata-rata nilai *growth opportunity* sebesar 0.104 serta standar deviasi 0.431 pada 320 sampel. Artinya berdasarkan data yang diolah terdapat peningkatan nilai penjualan dibandingkan dengan tahun sebelumnya yaitu sebanyak 75%. Hasil perhiungan menunjukkan sebanyak 239 dari 320 pengamatan memiliki nilai positif untuk perhitungan *growth opportunity*. Peningkatan tertinggi terjadi pada 2 perusahaan yang bergerak di sektor kertas antara lain yaitu perusahaan Kertas Basuki Rahmat Indonesia dan Fajar Surya Wisesa Tbk. Nilai *growth opportunity* yang dihasilkan masing-masing sebesar positif 5.947 dan positif 3.088. Namun terjadi penurunan penjualan sebanyak 25% pada perusahaan manufaktur selama tahun 2013-2017. Penurunan tersebut tidak jauh lebih banyak dari peningkatan penjualan yang terjadi selama tahun 2013 sampai tahun 2017 yaitu sebanyak 81 sampel data dari total 320 data pengamatan dengan nilai minimum yang mencapai 0.963 dan 0.898. Penurunan *growth opportunity* tersebut terjadi pada perusahaan manufaktur sektor plastik dan kemasan yaitu Sekawan Intipratama Tbk pada periode 2016 dan 2017. Standar deviasi yang dihasilkan pada perhitungan *growth opportunity* sebesar 0.431 yaitu memiliki nilai yang lebih besar dari nilai rata-rata yang dihasilkannya. Hal ini menjelaskan bahwa nilai *growth opportunity* yang dihasilkan pada perusahaan

manufaktur memiliki penyebaran data yang besar atau memiliki kecenderungan data yang berbeda satu sama lain selama periode 2013-2017.

Rentang nilai *cash conversion cycle* yang pendek antara -0.001 sampai dengan 0.008. Hal ini mengindikasikan lamanya waktu yang diperlukan perusahaan manufaktur dalam memproses pembelian barang dagang kemudian menagihkan piutang kepada pembeli serta melakukan pembayaran kepada supplier cukup singkat. Rata-rata dan standar deviasi bernilai sama yaitu sebesar 0.001. Hal ini mengindikasikan bahwa lamanya waktu (hari) yang diperlukan dalam proses pembelian persediaan oleh perusahaan kepada supplier, proses penagihan piutang oleh perusahaan kepada pembeli dan proses pelunasan utang oleh perusahaan kepada supplier atau *cash conversion cycle secara* keseluruhan sama pada setiap kejadian.

Pada periode pengamatan nilai rata-rata *days inventory* adalah sebesar 0.00080 yaitu lebih kecil dibandingkan rata-rata *cash conversion cycle* sebesar 0.001. Hal ini menjelaskan bahwa kemampuan perusahaan manufaktur dalam menjual persediaannya sangat baik terlihat dari nilai *days inventory* yang lebih kecil dari nilai rata-rata *cash conversion cycle*. Semakin kecil *days inventory* yang dihasilkan maka semakin baik kemampuan perusahaan dalam mengelola persediaannya. Sama artinya dengan semakin sedikit hari yang diperlukan perusahaan dalam menjual persediaannya maka akan semakin cepat kas yang masuk atau diterima perusahaan.

Nilai rata-rata *days receivable* atau waktu (dalam satuan hari) yang diperlukan perusahaan dalam menagihkan piutang kepada pelanggan selama periode pengamatan sebesar 0.00048. Secara keseluruhan nilai rata-rata *days receivable* memiliki nilai yang lebih kecil dibandingkan nilai *cash conversion cycle* (0.00048 lebih kecil dari 0.001). Hal ini menjelaskan bahwa perusahaan manufaktur selama periode pengamatan memiliki kemampuan yang baik dalam memproses piutang kepada pelanggannya terhadap kas yang diterima. Semakin sedikit atau kecil hari yang diperlukan perusahaan dalam memperoleh kas yang berasal pembayaran piutang pelanggan maka semakin baik.

Berbeda halnya indikator pengukuran perusahaan dalam membayar hutang kepada pemasok. Semakin besar atau banyak hari yang diperlukan perusahaan membayar hutang maka semakin baik dalam pengelolaan kas nya. Artinya bahwa perusahaan lebih banyak mengelola kas nya secara efektif dalam proses operasional (internal) atau perusahaan banyak menggunakan penuh syarat kredit yang diberikan dari pemasok. Berdasarkan data yang diperoleh nilai rata-rata *days payable* perusahaan manufaktur dalam membayar hutangnya sebesar 0.00035. Nilai tersebut lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata-rata *cash conversion cycle* secara keseluruhan yaitu 0.001. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa selama periode pengamatan perusahaan manufaktur kurang baik dalam mengelola waktu (hari) yang diperlukan untuk membayar hutangnya kepada pemasok.

Pada tabel 2 nilai minimum *net working capital* sebesar -0.774 sampai dengan nilai maksimum 0.796 dengan nilai rata-rata yang diperoleh sebesar 0.243 dan standar deviasi 0.240. Memberikan arti bahwa sebaran data tersebut sangat panjang dan cukup berfluktuasi dari data yang satu ke data lainnya.

Berdasarkan hasil pengolahan data tersebut terdapat 89% data memiliki nilai net working capital positif (yaitu 285 dari 320 sampel penelitian) sisanya sebesar 11% bernilai negatif (35 dari 320 sampel). Sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa selama periode pengamatan perusahaan sangat produktif dalam pengelolaan aset lancar dalam membayar kewajiban lancarnya. Nilai tertinggi produktifitas pengelolaan tersebut terjadi pada perusahaan manufaktur pada sektor makanan dan minuman yaitu Delta Djakarta Tbk dan Wilmar Cahaya Indonesai Tbk yaitu masing-masing sebesar 0.796 dan 0.771. Serta nilai terendah net working capital sebesar minus 0.774 yang terjadi pada Alumindo Light Metal Industry Tbk.

Berdasarkan tabel 2 terlihat rentang nilai kebijakan dividen sangat panjang yaitu sebesar minus 60.470 dan nilai tertinggi adalah plus 413.540 dengan nilai rata-rata sebesar 17.748 serta standar deviasi sebesar 37.061. Memberikan arti bahwa rata-rata kebijakan pembagian dividen cukup fluktuatif pada perusahaan manufaktur selama periode 2013-2017. Terdapat 42% *dividend payout* bernilai positif, 56% bernilai nol, dan 2% bernilai negatif dari total 320 sampel data. Sebanyak 56% data yang bernilai nol terjadi karena disebabkan perusahaan telah mengambil kebijakan untuk tidak melakukan dividen selama periode 2013-2017. Nilai minum sebanyak 2% pada perhitungan *dividend payout* disebabkan karena terdapat perusahaan yang mengalami kerugian selama periode pengamatan yaitu PT Indomobil Sukses International pada tahun 2014 sampai dengan tahun 2016 dan PT Trias Sentosa pada tahun 2014 sampai tahun 2015. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada periode pengamatan rata-rata *dividend payout* pada perusahaan manufaktur relatif kecil.

Institutional ownership pada perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki rentang nilai yang sangat panjang yaitu nilai terendah pada batas bawah sebesar 0 dan nilai tertinggi pada batas atas mencapai 100. Rata-ratanya yang dihasilkan *institutional ownership* adalah sebesar 68.427. Nilai tersebut cukup bervariasi dilihat dari nilai standar deviasi yang dihasilkan yaitu 19.406 jauh dibawah nilai rata-rata namun sensitive terhadap nilai ekstrim. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata tingkat *institutional ownership* pada perusahaan manufaktur di Indonesia selama periode 2013-2017 sangat mendominasi struktur modal karena nilai rata-ratanya yang dihasilkan sebesar 68.427 atau dengan kata lain lebih dari kepemilikan 50%.

Evaluasi Model Struktural (*Inner Model*)

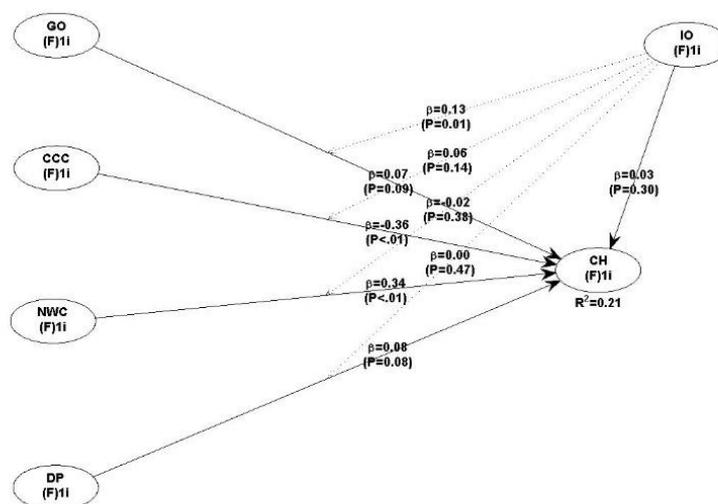
Uji kecocokan model (model fit) ini digunakan untuk mengetahui apakah suatu model memiliki kecocokan dengan data disajikan pada tabel 3 berikut ini:

Tabel 3 Model Fit

	Indeks	P-Value
APC	0.121	0.007
ARS	0.213	<0.001
AVIF	1.438	3.3 – 5

Sumber : data diolah (hasil warpls 5.0)

Model struktural penelitian disajikan dalam gambar 4 berikut ini



Sumber : data diolah (hasil warppls 5.0)

Gambar 4 Model Struktural Penelitian

Pengujian Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai koefisien yang kecil ini mengindikasikan bahwa kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen terbatas yaitu hanya sebesar 21%.

Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis disajikan dalam tabel 4 berikut ini:

Tabel 4 Path Coefisien dan P-Value

Jalur	Path Coeficient (β)	P-Value
GO → CH	0.07	0.09**
CCC → CH	- 0.36	< 0.01*
NWC → CH	0.34	< 0.01*
DP → CH	0.08	0.08**
IO → CH	0.03	0.30
GO * IO → CH	0.13	0.01*
CCC * IO → CH	0.06	0.14
NWC * IO → CH	- 0.02	0.38
DP * IO → CH	0.001	0.47

Sumber : data diolah (hasil warppls 5.0), dalam hal ini : *)Sign 5%, **)Sign 10%

Rangkuman hasil pengujian hipotesis disajikan dalam tabel 5 berikut ini:

Tabel 5 Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	P-Value	Hasil (5%)	Hasil (10%)	Kesimpulan
H ₁	0.09	Ditolak	Diterima	<i>Growth opportunity</i> berpengaruh positif terhadap <i>cash holdings</i> **
H ₂	< 0.01	Diterima	Diterima	<i>Cash conversion cycle</i> berpengaruh negatif terhadap <i>cash holdings</i> *
H ₃	<0.01	Diterima	Diterima	<i>Net working capital</i> berpengaruh positif terhadap <i>cash holdings</i> *
H ₄	0.08	Ditolak	Diterima	<i>Dividend payout</i> berpengaruh positif terhadap <i>cash holdings</i> **
H ₅	0.30	Ditolak	Ditolak	<i>Institutional ownership</i> tidak berpengaruh terhadap <i>cash holding</i>
H ₆	< 0.01	Diterima	Diterima	<i>Institutional ownership</i> memperkuat pengaruh <i>growth opportunity</i> terhadap <i>cash holdings</i> *
H ₇	0.14	Ditolak	Ditolak	<i>Institutional ownership</i> tidak memoderasi pengaruh <i>cash conversion cycle</i> terhadap <i>cash holdings</i>
H ₈	0.38	Ditolak	Ditolak	<i>Institutional ownership</i> tidak memoderasi pengaruh <i>net working capital</i> terhadap <i>cash holdings</i>
H ₉	0.47	Ditolak	Ditolak	<i>Institutional ownership</i> tidak memoderasi pengaruh <i>dividend payout</i> terhadap <i>cash holdings</i>

Dalam hal ini : *) Sign 5%, **) Sign 10%

KESIMPULAN

Berdasarkan pengujian tersebut maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Semakin tinggi *growth opportunity* maka kebijakan perusahaan dalam memegang kas atau *cash holdings* akan semakin tinggi. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi mendorong perusahaan untuk membuat kebijakan untuk memegang kas guna membiayai kesempatan investasinya.

Cash conversion cycle berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Semakin tinggi *cash conversion cycle* maka kebijakan perusahaan dalam menahan kas (*cash holdings*) semakin kecil. Perusahaan yang memiliki siklus konversi kas mulai dari saat mengeluarkan uang untuk membeli bahan baku sampai menerima pendapatan dari penjualan barang jadi akan mendorong perusahaan lebih optimal dalam menjalankan kegiatan operasionalnya lebih produktif sehingga

menyebabkan kebijakan memegang kas atau *cash holdings* lebih kecil disebabkan produktifitas operasional.

Net working capital berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Semakin tinggi *net working capital* maka kebijakan menahan kas (*cash holdings*) akan semakin tinggi. *Net working capital* diperlukan perusahaan dalam mempertahankan kegiatan operasionalnya. Efektifnya kegiatan operasional perusahaan membuat perusahaan memiliki saldo kas yang tinggi dari modal kerja yang digunakan secara optimal.

Dividend payout berpengaruh positif terhadap *cash holdings*. Mengindikasikan bahwa semakin tinggi pembayaran dividen kepada pemegang saham menyebabkan perubahan perusahaan dalam memegang kas atau *cash holdings*.

Institutional ownership tidak berpengaruh terhadap *cash holdings*. Mengindikasikan semakin tinggi maupun rendah *institutional ownership* tidak menyebabkan perubahan kebijakan perusahaan dalam memegang kas atau *cash holdings*.

Institutional ownership memperkuat pengaruh *growth opportunity* terhadap *cash holdings*. *Institutional ownership* mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kebijakan memegang kas sehingga berkurangnya perilaku oportunistik manajer dikarenakan *institutional ownership* memiliki harapan yang besar terkait keuntungan dari setiap peluang perusahaan atau *growth opportunity*.

Institutional ownership tidak memoderasi pengaruh *cash conversion cycle* terhadap *cash holdings*. *Institutional ownership* tidak menyebabkan peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kebijakan memegang kas yang disebabkan oleh periode perputaran kas dari penjualan, penagihan piutang maupun pembayaran hutang yang pengeloannya biasanya ditetapkan oleh pihak manajerial.

Institutional ownership tidak memoderasi pengaruh *net working capital* terhadap *cash holdings*. Dimana keberadaan *Institutional ownership* tidak menyebabkan peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kebijakan memegang kas yang disebabkan oleh kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban lancar dengan aset lancar, dimana semakin baiknya aset lancar (sistem) yang dimiliki perusahaan dapat memberikan keefektifan dalam mennghadapi menjalankan operasional perusahaan.

Institutional ownership tidak memoderasi pengaruh *dividend payout* terhadap *cash holdings*. Dimana keberadaan *Institutional ownership* tidak menyebabkan peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kebijakan memegang kas yang disebabkan oleh kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

REFERENSI

Afza, T., & Adnan, S. M. (2007). Determinants of corporate cash holdings: A case study of Pakistan. *Proceedings of Singapore Economic Review Conference (SERC)*, August 01-04, Organized by Singapore Economics Review and The University of Manchester (Brooks World Poverty Institute), Singapore 164-165.

- Al-Najjar, B., & Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and decision Economics*, 32(4), 231-241.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.
- Brigham, E.F., Ehrhardt, M.C. (2005). *Financial Management Theory and Practice*. Eleven Edition. South Westren Cengage Learning. Ohio.
- Christina, Yessica Tria, and Erni Ekawati. 2011. "Excess Cash Holdings dan Kepemilikan Institusional." (1): 1–10.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Ghozali, Imam (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Edisi 8. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70.
<https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2018/02/12/berapa-kali-gojek-mendapatkan-pondanaan-dari-investor>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jinkar, R. T. (2013). Analisa Faktor-faktor Penentu Kebijakan Cash Holding Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal, Edisi*, 42, 126-129.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of financial and quantitative analysis*, 33(3), 335-359.
- Kim, J., Kim, H., & Woods, D. (2011). Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30(3), 568-574.
- Keynes, J. M. (1936). "The General Theory of Employment", In: Interest and Money". *Fellow of the King'S College, Cambridge*, published by Harcourt, Brace and Company, and printed in the U.S.A by the Polygraphic Company of America, New York.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Opler, T et all., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134.

- Saddour, K. (2006). *The determinants and the value of cash holdings: Evidence from French firms* (No. halshs-00151916).
- Sartono, R.A (2012). *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. BPF. Yogyakarta.
- Sutrisno (2012). *Manajemen Keuangan Teori, Konsep dan Aplikasi*, Edisi Pertama Cetakan Kesembilan. Ekonisia. Yogyakarta.
- Warren et all (2014). *Pengantar Akuntansi Adaptasi Indonesia*, Edisi 25. Salemba Empat. Jakarta.