BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Review Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian Safitri (2016), mengenai pengaruh *Net Working Capital, Board Size, Growth Opportunity* dan *Cash Conversion Cycle* terhadap *Cash Holdings* (Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2014). Tujuan dari Penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah *net working capital, board size, growth opportunity* dan *cash conversion cycle* berpengaruh terhadap *cash holdings* pada perusahaan sektor industri barang konsumsi periode 2012-2014 secara persial maupun simultan. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode pengamatan yaitu tahun 2012-2014 selama 3 tahun. Sampel yang ditentukan adalah dengan menggunakan metode *purposive sampling,* sehingga diperoleh total sampel penelitian 30 sampel dikali periode pengamatan selama 3 tahun menjadi 90 data penelitian. Teknik analisis data yang digunakan adalah metode analisis linier berganda dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa *net working capital, board size* dan *cash conversion cycle* berpengaruh terhadap *cash holdings.* Sedangkan *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap *cash holdings.* Dan kemampuan variabel independen menjelaskan variabel *cash holdings* sebesar 65,4% selebihnya dijelaskan oleh variabel lain.

Penelitian Rebecca Theresia Jinkar (2013) mengenai analisa faktor-faktor penentu kebijakan *Cash Holding* perusahaan Manufaktur di Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk melihat tren dan menganalisis faktor penentu kebijakan *cash holding* perusahaan manufaktur di Indonesia yang didasarkan pada teori finansial seperti *agency theory, pecking order theory, trade off theory, free cash flow theory* dan *signaling theory*. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011. Hasil

penelitian menunjukkan bahwa kebijakan *cash holding* perusahaan manufaktur di Indonesia dipengaruhi oleh *growth opportunity, leverage, net working capital, dividend payment*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kegiatan operasional dan kegiatan pembiayaan perusahaan adalah kegiatan yang mempengaruhi kebijakan *cash holding*.

Penelitian Marfuah dan Zulhilmi (2015) mengenai pengaruh *growth opportunity, net working capital, cash conversion cycle* dan *leverage* terhadap *cash holding* perusahaan. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh *growth opportunity*, *net working capital*, *cash conversion cycle* dan leverage pada cash holding perusahaan. Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011 sampai 2013. Dengan menggunakan metode *purposive sampling* dipilih sampel 276 selama tiga tahun. Berdasarkan analisis regresi berganda menunjukkan bahwa *growth opportunity* dan *net working capital* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan, sedangkan *cash conversion cycle* dan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cash holding* perusahaan.

Penelitian Nofryanti (2014) mengenai pengaruh *net working capital, growth opportunity*, dan *leverage* terhadap *cash holding* (Studi Empiris Pada Perusahaan Property and Real Estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2013). Penelitian ini menguji pengaruh *net working capital, Growth Opportunity* dan *leverage* terhadap *cash holding* pada perusahaan properti dan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2013. Populasi penelitian ini adalah perusahaan properti dan real estat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode purposive sampling. Pengambilan sampel terdiri dari properti dan perusahaan real estat. Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh Modal Kerja Bersih berpengaruh terhadap cash holding, sedangkan *growth opportunity* dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap *cash holding*.

Penelitian Rendi Gunawan (2016) mengenai pengaruh *growth opportunity, net working capital* dan *cash flow* terhadap *cash holding* (Studi Empiris pada

Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2011-2014). Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *growth opportunity, net working capital* dan *cash flow* terhadap *cash holding*. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014. Sampel dipilih menggunakan metode *purposive sampling* dan diperoleh 48 perusahaan yang menjadi sampel. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukan bahwa *growth opportunity* dan *cash flow* tidak berpengaruh terhadap *cash holding*, sedangkan *net working capital* berpengaruh signifikan positif terhadap *cash holding*.

Penelitian Enyew Alemaw Mesfin (2016) mengenai *The Factors Affecting Cash Holding Decisions of Manufacturing Share Companies in Ethiopia*. Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki variabel spesifik dan makroekonomi perusahaan dari *Cash Holding* perusahaan saham manufaktur di Ethiopia selama periode 2009 sampai dengan 2014. Dengan demikian, model regresi linier berganda digunakan untuk 15 perusahaan saham manufaktur yang dipilih secara acak di Ethiopia. Temuan penelitian ini mengungkapkan bahwa *Growth Opportunity*, *Cash Flow* dan *Firm Size* secara statistik berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holding* dari perusahaan manufaktur. Di sisi lain, modal kerja bersih, belanja modal dan inflasi memiliki dampak negatif dan signifikan secara statistik terhadap *cash holding*. Selain itu, leverage, profitabilitas dan produk domestik bruto riil adalah variabel tidak sah secara statistik mempengaruhi *cash holding* perusahaan manufaktur etanol di Ethiopia.

Penelitian Amarjit Gill dan Charul Shah (2012) mengenai *Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada*. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menyelidiki faktor penentu *Cash Holding* perusahaan di Kanada. Sampel 166 perusahaan Kanada yang terdaftar di Bursa Efek Toronto untuk jangka waktu 3 tahun (dari 2008-2010) telah dipilih. Penelitian ini menggunakan rancangan penelitian *co-relational* dan *non-experimental research*. Hasilnya menunjukkan bahwa *rasio market-to-book*, arus kas, modal kerja bersih, leverage, ukuran perusahaan, ukuran dewan, dan dualitas CEO (*chief executive officer*) secara signifikan mempengaruhi *Cash Holding* perusahaan di Kanada. Studi ini

memberikan kontribusi pada literatur mengenai faktor-faktor yang menentukan *Cash Holding* korporasi. Temuan ini mungkin berguna bagi konsultan keuangan, investor, dan konsultan manajemen keuangan.

Penelitian Ajid ur Rehman dan Man Wang (2015) mengenai *Corporate Cash Holdings and Adjustment Behaviour in Chinese Firms: An Empirical Analysis Using Generalized Method of Moments*. Studi ini unik karena tidak hanya memperkirakan kecepatan penyesuaian Cash Holding perusahaan tetapi juga membahas beberapa faktor spesifik perusahaan yang mempengaruhi Cash Holding di perusahaan China dengan referensi khusus untuk BUMN China dan NSOE. Kumpulan data panel yang terdiri dari 1632 perusahaan Chines yang terdaftar selama periode 2001 sampai 2013 untuk dilakukan analisis. Studi ini juga menemukan karakteristik perusahaan yang mempengaruhi cash holding perusahaan. Growth opportunities ditemukan mempengaruhi cash holding secara positif karena adanya asimetri informasi terkait peluang investasi. Modal kerja bersih, leverage dan belanja modal menunjukkan hubungan negatif dengan cash holding perusahaan sesuai dengan teori pecking order. Hubungan ambigu untuk independensi dewan ditemukan saat karakteristik dewan menunjukkan hubungan negatif yang signifikan yang mengindikasikan keefektifan ukuran dewan di perusahaan-perusahaan China. Arus kas operasi menunjukkan hubungan negatif dalam konsistensi dengan teori pecking order karena perusahaan China mengambil arus kas sebagai sumber pendanaan yang tersedia, sehingga menghindari pembiayaan eksternal yang mahal. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kepemilikan kas perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan berukuran lebih besar memiliki alternatif pembiayaan yang lebih baik karena reputasi pasar mereka.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. *Cash Holding*

2.2.1.1.Pengertian *Cash Holding*

Menurut Gill & Shah (2012), menjelaskan bahwa *cash holding* adalah kas yang dipegang oleh perusahaan sebagai uang tunai ditangan atau diinvestasikan pada aset lancar dan membagikannya kepada investor. Kas merupakan ukuran

perusahaan dalam membayar utang tepat waktu. *Cash holdings* penting bagi perusahaan karena memberikan kemampuan perusahaan dalam likuiditas perusahaan yaitu perusahaan mampu membayar kewajiban tepat waktu bahkan saat kondisi buruk melanda. Untuk meningkatkan penjualan dan keuntungan perusahaan harus memiliki cadangan kas sehingga akan menciptakan arus kas yang positif dan akan mempertahankan bisnis dengan hidup sejahtera.

Jumlah kas yang sebaiknya harus dipertahankan oleh perusahaan agar dapat memenuhi kewajiban *financia*lnya sewaktu-wakru, berdasarkan H.G. Guthmann dalam Riyanto (2011:95), menyatakan bahwa jumlah kas yang ada di dalam perusahaan yang *well finance* hendaknya tidak kurang dari 5% sampai 10% dari jumlah aktiva lancar. Menurut Harmono (2009:197), saldo kas yang optimal adalah jumlah kas tertentu yang lebih besar dari (1) Jumlah transaksi dan cadangan kas, serta (2) Memenuhi jumlah yang dibutuhkan.

Manfaat dari *cash holdings* menurut Brigham & Hauston (2011:145), sebagai berikut :

1. Mengambil potongan dagang atau memanfaatkan potongan dagang *(trade discount)*. Para pemasok seringkali menawarkan potongan harga kepada pelanggan apabila dapat membayar tagihan lebih cepat. Sehingga dengan adanya *cash holdings* perusahaan dapat membayar tagihan tersebut selama waktu potongan dagang tersebut masih berlaku
2. Penahanan kas yang memadai juga berguna untuk meningkatkan peringkat kredit *(credit-rating)* perusahaan menjaga rasio lancar dan rasio cepat sejalan dengan perusahaan lain dalam industri sejenis. Peringkat kredit yang baik memungkinkan perusahaan untuk membeli barang dengan syarat yang lunak dan mempertahankan kemudahan perolehan kredit dengan biaya yang rendah dari bank.
3. Uang kas juga berguna untuk memanfaatkan peluang bisnis yang menguntungkan, seperti tawaran istimewa dari pemasok
4. Perusahaan harus mempunyai uang kas untuk keadaan darurat seperti pemogokkan, kebakaran dan berjaga-jaga terhadap penurunan musiman.

Pengelolaan terhadap jumlah kas perusahaan menjadi suatu perhatian khusus bagi perusahaan mengingat menentukan jumlah kas yang pas untuk kegiatan operasional perusahaan bukanlah perkara yang mudah. Memegang kas atau dalam bahasa asing biasa disebut dengan istilah cash holding didefinisikan sebagai kas yang ada di tangan atau tersedia untuk diinvestasikan dalam bentuk aset fisik dan untuk dibagikan ke investor (Gill dan Shah, 2012). Manajer keuangan lah yang berperan dalam menentukan tingkat *cash holding* perusahaan yang optimal. Ketika terdapat aliran kas masuk, seorang manajer dapat memutuskan untuk membagikannya kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau mungkin menyimpannya untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan di masa yang akan datang.

2.2.1.2.Motif *Cash Holding*

Setiap perusahaan memiliki sejumlah kas dalam neracanya, dan beberapa dari mereka memegang kas dalam jumlah yang besar namun ada juga yang sebaliknya, perusahaan yang memegang kas yang terlalu kecil. Bates et al. (2009) mengungkapkan motif perusahaan dalam memegang kas sebagai berikut:

1. *The Transaction Motive*

   Motif ini menjelaskan bahwa keuntungan utama dari memegang kas adalah perusahaan dapat meminimalkan biaya transaksi mereka dengan menggunakan kas tersebut untuk melakukan pembayaran daripada melikuidasi aset pada saat yang mendesak (Daher, 2010). Dalam artian, perusahaan akan memegang kas dalam jumlah yang besar ketika tingginya biaya transaksi untuk mengubah aset non-kas menjadi kas. Sementara itu, perusahaan akan memegang kas dalam jumlah yang lebih sedikit ketika *opportunity cost* dari kas menjadi lebih tinggi, terdapat kecenderungan perusahaan menggunakan kas mereka untuk membiayai peluang investasi yang lebih menguntungkan.

   Permintaan kas optimal terjadi ketika sebuah perusahaan mengeluarkan biaya transaksi sehubungan dengan pengubahan aset keuangan non-kas menjadi kas dan menggunakannya untuk melakukan pembayaran.

2. *The Precautionary Motive*

Berdasarkan teori ini, perusahaan memegang kas dalam jumlah yang banyak dengan tujuan agar bisa menghadapi terjadinya guncangan yang merugikan ketika akses masuk ke pasar modal membutuhkan biaya yang mahal. Dengan demikian, perusahaan dengan peluang investasi yang lebih baik akan memegang kas dalam jumlah yang lebih besar sehingga tetap bisa membiayai kebutuhan investasinya sekalipun guncangan perekonomian dan *financial distress* sedang melanda (Bates, 2009). Perusahaan dengan arus kas yang tidak pasti dan memiliki kesulitan dalam mendapatkan modal eksternal akan memegang kas dalam jumlah yang lebih banyak (Opler et al., 1999). Bagi perusahaan dengan kemudahan akses untuk mendapatkan modal eksternal yang dimilikinya mungkin tidak berpengaruh pada besar kecilnya saldo kas dalam neracanya, namun bagi perusahaan-perusahaan dimana memiliki keterbatasan dalam mengakses modal eksternal besarnya saldo kas dalam neraca mereka sangat mempengaruhi keberlangsungan hidup perusahaan tersebut. Apabila perusahaan tersebut hanya memiliki saldo kas dalam jumlah yang kecil dimana terdapat peluang investasi yang menguntungkan bagi mereka tetapi mereka tidak bisa berbuat apa-apa karena kurangnya jumlah kas yang dimiliki ditambah lagi dengan sulitnya mendapatkan modal eksternal untuk membiayai investasi tersebut. Sangat disayangkan apabila ada peluang investasi yang menguntungkan tapi terabaikan hanya karenaketerbatasan dana untuk membiayainya. Hal itu dapat merugikan perusahaan itu sendiri juga para pemegang saham karena returns yang seharusnya didapatkan menjadi lebih sedikit. Guncangan ekonomi yang bisa melanda perekonomian suatu negara kapan saja juga menjadi ancaman kebangkrutan bagi perusahaan yang memiliki kas dalam jumlah kecil dan akses mendapatkan modal eksternal yang terbatas.

3. *The Tax Motive*

Motif ini menjelaskan maksud perusahaan dalam menentukan tingkat saldo kas yang dimilikinya. Perusahaan lebih memilih memegang kas untuk menghindari adanya pengenaan pajak tambahan yang dirasa

akan merugikan perusahaan, seperti pengenaan pajak atas laba yang diperoleh dari kegiatan operasi perusahaan di luar negeri dan pajak atas pembayaran dividen.

Selain pajak repatriasi, perusahaan mungkin juga khawatir akan adanya pemajakan dividen ganda. Ketika uang didistribusikan dari perusahaan ke pemegang saham dalam bentuk dividen, laba biasanya dikenakan pajak dua kali, yang pertama, pada akhir tahun ketika perusahaan harus membayar pajak atas labanya, dan yang kedua, ketika laba bersih setelah pajak dibagikan ke pemegang saham, harus membayar pajak penghasilan atas dividen. Untuk menghindari tambahan pajak dividen, perusahaan lebih memilih untuk memagang kas dari pada membagikan dividen kepada pemegang saham (Daher, 2010).

4. *The Agency Motive*

Motif memegang kas juga dipengaruhi oleh motif keagenan. Agen yang dimaksud di sini adalah para manajer selaku pihak yang mendapatkan wewenang dari pemegang saham untuk mengelola aset-aset perusahaan agar memberikan keuntungan bagi para pemegang saham. Jensen (1986) mengatakan bahwa manajer yang terlatih mencoba untuk memegang kembali kas yang dimiliki perusahaan daripada harus membayarkannya kepada pemegang saham ketika perusahaan memiliki peluang investasi yang kecil. Alih-alih meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, manajer-manajer tersebut cenderung menggunakan kas yang menganggur tersebut untuk mendapatkan keuntungan bagi diri mereka sendiri.

2.2.1.3.Teori *Cash Holding*

Perusahaan yang memegang sejumlah besar kas. Secara teoritis, ketika *perfect capital market* diasumsikan, tingkat *cash holdings* menjadi tidak relevan karena semua perusahaan dapat meminjam dan meminjamkan pada tingkat yang sama. Namun, ketika diasumsikan terdapat biaya transaksi, *agency costs* dan *information asymmetri*, tingkat cash holdings optimal biasanya diukur dengan

teori, yaitu: *Trade-off theory, Pecking Order Theory* dan *Agency Theory* (Daher, 2010).

Secara umum, dalam menjelaskan tinggi atau rendahnya tingkat *cash holding* suatu perusahaan dapat menggunakan tiga teori utama, yaitu:

1. *Trade-off Theory*

   Pada pasar modal yang sempurna, tidak akan ada biaya transaksi dalam meningkatkan jumlah kas dan memegang aset lancar tidak akan berpengaruh pada nilai perusahaan. Namun pada kenyataannya pasar modal jauh kata sempurna dan terdapat biaya transaksi yang tidak relevan (Bigelli dan Vidal, 2009). Oleh karena itulah perusahaan harus berhati-hati dalam menentukan tingkat *cash holding* yang optimal.

   Berdasarkan teori ini, menilai *cash holding* yang optimal yaitu dengan mempertimbangkan biaya yang ditimbulkan dari memegang kas tersebut dengan manfaat yang akan didapatkan perusahaan. Menurut Ferreira dan Vilela (2014), manfaat utama yang bisa didapatkan perusahaan dengan memegang kas di antaranya mengurangi kemungkinan terjadinya financial distres, memungkinkan terpenuhinya kebijakan investasi meskipun adanya kendala keuangan, dan meminimalkan biaya atas adanya pendanaan eksternal atau terjadinya likuidasi aset. Sementara itu, biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memegang kas adalah *opportunity cost* dari modal yang diinvestasikan pada aset lancar dengan return yang kecil. Opler (1999) menyatakan bahwa manajemen yang ingin memaksimalkan kesejahteraan para pemegang sahamnya harus mengatur *cash holding* perusahaan pada tingkat dimana manfaat memegang kas setara atau bahkan melebihi biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memegang kas tersebut.

2. *Pecking Order Theory*

   Belawanan dengan *trade-off theory*, *pecking order theory* menganggap bahwa tidak ada tingkat *cash holding* yang optimal tetapi kas memiliki peran sebagai penyangga antara laba ditahan dan 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).

Menurut *pecking order theory*, biaya pembiayaan yang meningkat dapat memicu adanya informasi asimetrik, dimana manajemen memiliki informasi yang lebih banyak tentang prospek investasi, risiko, dan nilai perusahaan daripada pemodal publik dengan begitu manajemen bisa menentukan sumber pembiayaan yang lebih murah. Sumber-sumber pembiayaan perusahaan berasal dari tiga sumber, yaitu pembiayaan internal, menerbitkan hutang, dan menerbitkan ekuitas baru. Perusahaan memprioritaskan untuk menggunakan pembiayaan internal (laba yang ditahan) sebagai pilihan yang pertama. Pembiayaan internal ini dipilih menjadi pilihan pertama karena melalui pembiayaan ini lebih murah dan tidak berisiko. Ketika pembiayaan internal tersebut tidak lagi dapat mencukupi kebutuhan dana yang diperlukan perusahaan, maka akan digunakan pembiayaan eksternal yaitu dengan menerbitkan hutang. Adanya hutang ini akan menambah kewajiban perusahaan untuk membayar pokok ditambah bunga dari hutang yang diterbitkan. Ketika penerbitan hutang dirasa tidak masuk akal lagi karena jumlahnya yang sudah terlalu besar, maka akan diterbitkan ekuitas baru. Penerbitan saham ini dipilih sebagai pilihan terakhir perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pembiayaannya. Dengan menerbitkan saham baru ini berarti menambah daftar kepemilikan eksternal di perusahaan. Myers dan Majluf (1984) menyatakan ketika manajer perusahaan memiliki informasi lebih banyak daripada para pemegang saham kemudian saham diterbitkan maka dampaknya akan berpengaruh pada turunnya harga saham. Oleh karena itu pilihan penerbitan saham tidak disukai para pemegang saham sehingga pilihan ini berada diurutan terakhir.

3. *Agency Theory*

Teori ini menjelaskan hubungan antara prinsipal, dalam hal ini pemegang saham, dan agen-agen, seperti manajer. Dalam hubungan ini, pemegang saham menyerahkan wewenang mereka kepada manajer untuk

mengelola aset-aset perusahaan agar bisa memberikan profit untuk mereka. Adanya pendelegasian wewenang ini bisa menimbulkan permasalahan. Terdapat dua permasalahan dalam *agency theory*, yang pertama, adanya permasalahan yang muncul ketika keinginan atau tujuan dari pemegang saham dan manajer berbeda, dan pemegang saham yang tidak dapat melakukan pengecekan atau pengawasan tentang apa yang sebenarnya dilakukan para manajer tersebut dikarenakan sulitnya mengakses informasi ke arah sana atau mahalnya biaya untuk melakukan hal tersebut. Faktor proporsi kepemilikan saham yang hanya sebagian di perusahaan tersebut membuat manajer cenderung bertindak untuk kepentingan mereka pribadi bukan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Tindakan pengawasan yang dilakukan pemegang saham untuk mengawasi kegiatan manajer tentunya akan memunculkan biaya ekstra yang harus dikeluarkan pemegang saham atau yang disebut dengan *monitoring cost*. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* sebagai jumlah dari *monitoring cost* yang dikeluarkan prinsipal, *bonding cost* yang dikeluarkan agen, dan *residual loss*. Bonding cost merupakan biaya yang dikeluarkan agen untuk menjamin bahwa dia tidak akan mengambil tindakan-tindakan tertentu yang akan merugikan prinsipal atau untuk memastikan bahwa prinsipal akan mendapatkan kompensasi apabila agen melakukan tindakan yang merugikan prinsipal. *Residual loss* merupakan kerugian yang timbul akibat adanya perbedaan antara keputusan-keputusan agen dan keputusan mereka tersebut yang akan memaksimalkan kesejahteraan prinsipal. Permasalahan kedua muncul ketika prinsipal dan agen mempunyai perbedaan sikap dalam memandang risiko. Oleh karena toleransi risiko yang berbeda, membuat prinsipal dan agen mungkin masing-masing akan mengambil tindakan yang berbeda.

Menurut *agency theory*, konflik antara prinsipal dengan agen dapat dikurangi dengan mensejajarkan kepentingan kedua pihak tersebut. Kehadiran kepemilikan saham oleh pihak manajerial di dalam perusahan dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* yang berpotensi timbul (Ichsan, 2013). Dengan memiliki saham perusahaan, diharapkan manajer

dapat merasakan langsung keuntungan atau kerugian dari setiap keputusan yang diambilnya.

Dalam sebuah perusahaan, adanya kelebihan arus kas cenderung diinvestasikan dalam hal-hal yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan. Hal inilah yang menyebabkan terjadinya perbedaan kepentingan karena pemegang saham ingin investasi dengan *return* yang tinggi tentunya dengan risiko yang harus dipikul juga tinggi sementara pihak manajerial memilih investasi dengan return yang rendah. Daher (2010) menyatakan bahwa manajer lebih memilih untuk mengumpulkan kas tanpa adanya peluang investasi daripada membayarkannya kepada para pemegang saham.

Pengelolaan terhadap jumlah kas perusahaan menjadi suatu perhatian khusus bagi perusahaan mengingat menentukan jumlah kas yang pas untuk kegiatan operasional perusahaan bukanlah perkara yang mudah. Rumus yang digunakan untuk menghitung *cash holdings* (Ogundipe et al, 2012) adalah:

$$\textit{Cash holding}\ (\mathrm{Y}) = \frac{\text{Kas dan setara kas}}{\text{Total aset} - \text{kas dan setara kas}}$$

2.2.2. *Net Working Capital*

Setiap perusahaan perlu menyediakan modal kerja untuk membelanjai operasi perusahaan dari hari ke hari seperti misalnya untuk memberi uang muka pada pembelian bahan baku atau barang dagangan, membayar upah buruh dan gaji pegawai serta biaya-biaya lainnya. Sejumlah dana yang dikeluarkan untuk membelanjai operasi perusahaan tersebut diharapkan akan kembali lagi masuk dalam perusahaan dalam jangka waktu pendek melalui hasil penjualan barang dagangan atau hasil produksinya. Uang yang masuk yang bersumber dari hasil penjualan barang dagangan tersebut akan dikeluarkan kembali guna membiayai operasi perusahaan selanjutnya.

Pengertian modal kerja yang berbeda-beda akan menyebabkan perhitungan kebutuhan modal kerja yang juga berbeda, adapun pengertian modal kerja menurut beberapa ahli antara lain yaitu menurut Sawir (2012:129) menjelaskan

bahwa: Modal kerja adalah keseluruhan aktiva lancar yang dimiliki perusahaan, atau dapat pula dimaksudkan sebagai dana yang harus tersedia untuk membiayai kegiatan operasi perusahaan sehari-hari. Sedangkan menurut Sofyan (2012:288) yaitu: Modal kerja adalah aktiva lancar dikurang hutang lancar. Modal kerja juga bisa dianggap sebagai dana yang tersedia untuk diinvestasikan terhadap aktiva tidak lancar atau untuk membayar hutang tidak lancar.

Dan selanjutnya dikatakan oleh Brigham dan Houston (2011:131) yaitu modal kerja adalah investasi sebuah perusahaan pada aktiva-aktiva jangka pendek. Sedangkan pengertian modal kerja secara mendalam terkandung dalam konsep modal kerja dibagi menjadi tiga macam yaitu Kasmir (2013:250):

1. Konsep kuantitatif

   Konsep kantitatif menyebutkan bahwa modal kerja adalah seluruh aktiva lancar. Dalam konsep ini adalah bagaimana mencukupi kebutuhan dana untuk membiayai operasi perusahaan jangka pendek. Konsep ini sering disebut dengan modal kerja kotor (*gross working capital*). Kelemahan konsep ini adalah pertama, tidak mencerminkan tingkat likuditas perusahaan dan kedua, konsep ini tidak mementingkan kualitas apakah modal kerja dibiayai oleh hutang jangka panjang atau hutang jangka pendek atau pemilik modal. Jumlah modal kerja yang besar belum tentu menjamin *margin of safety* bagi perusahaan sehingga kelangsungan operasi perusahaan belum terjamin.

2. Konsep kualitatif

   Konsep kualitatif merupakan konsep yang menitik beratkan kepada kualitas modal kerja. Konsep ini melihat selisih antara jumlah aktiva lancar dengan kewajiban lancar (*net working capital*). Keuntungan konsep ini adalah terlihatnya tingkat likuiditas perusahaan. Aktiva lancar yang lebih besar dari kewajiban lancar menunjukkan kepercayaan para kreditor kepada pihak perusahaan sehingga kelangsungan operasi perusahaan akan lebih terjamin dengan dana pinjaman dari kreditor.

3. Konsep fungsional

   Konsep fungsional menekankan kepada fungsi dana yang dimiliki perusahaan dalam memperoleh laba. Artinya sejumlah dana yang dimiliki

dan digunakan perusahaan untuk meningkatkan laba perusahaan. Semakin banyak dana yang digunakan sebagai modal kerja seharusnya dapat dapat meningkatkan perolehan laba. Demikian sebaliknya, jika dana yang digunakan sedikit, laba pun akan menurun. Akan tetapi kenyataannya terkadang kejadiannya tidak selalu demikian.

Berdasarkan pengertian-pengertian yang telah dikemukakan, maka dapat disimpulkan bahwa modal kerja merupakan suatu dana yang diinvestasikan dalam aset lancar yang digunakan oleh perusahaan dalam kegiatan operasinya yang betujuan menghasilkan laba.

J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, (2011) mendefinisikan ”modal kerja sebagai investasi perusahaan seperti kas, sekuritas, piutang dagang, dan persediaan”. Modal kerja kotor (*working capital*) adalah investasi perusahaan pada aset jangka pendek, kas sekuritas yang mudah dipasarkan, persediaan dan piutang usaha. Modal kerja bersih (*net working capital*) adalah aset lancar dikurangi kewajiban lancar”.

Manajemen modal kerja diyakini sangat berpengaruh terhadap tingkat *cash holding* suatu perusahaan. Berdasarkan manajemen modal kerja ini, para analis atau investor dapat menilai kinerja suatu perusahaan efektif atau efisien dalam melakukan aktivitas operasionalnya. Jika sebuah perusahaan mempunyai kinerja yang tidak efisien, penagihan piutang tertunda atau banyaknya persediaan menumpuk di gudang, maka hal tersebut dapat terlihat pada meningkatnya jumlah modal kerja.

Modal kerja bersih (*net working capital*) mengacu pada pengertian modal kerja menurut konsep kualitatif di mana modal kerja bersih diartikan sebagai bagian dari aktiva lancar yang benar-benar dapat digunakan untuk membiayai operasional perusahaan tanpa mengganggu likuiditas perusahaan (Riyanto, 2011). Oleh karena itu, modal kerja harus dikelola dengan hati-hati sehingga kebutuhan perusahaan akan modal kerja bisa tercukupi. Dalam artian modal kerja tersebut harus dapat membiayai kegiatan operasional perusahaan sehari-hari.

Taylor dalam Sawir (2012:132) menyatakan bahwa modal kerja dapat digolongkan menjadi dua yaitu :

1. Modal kerja permanen (*permanent working capital*)

   Modal kerja permanen merupakan modal kerja yang harus tetap ada pada perusahaan untuk dapat menjalankan fungsinya atau dengan kata lain modal kerja harus terus menerus dierlukan untuk kelancaran usaha
2. Modal kerja variabel (*variable working capital*)

   Modal kerja variabel merupakan jumlah modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah sesuai dengan perubahan keadaan.

Kebutuhan akan modal kerja mutlak disediakan perusahaan dalam bentuk apapun. Oleh itu, untuk memenuhi bebutuhan tersebut diperlukan sumber-sumber modal kerja yang dapat dicari dari berbagai sumber yang tersedia. Namun, dalam pemilihan sumber modal perlu diperhatikan untung ruginya sumber modal tersebut. Pertimbangan ini perlu dilakukan agar tidak menjadi beban perusahaan ke depan atau akan menimbulkan masalah yang tidak diinginkan. Sumber modal kerja menurut Munawir (2010:120) meliputi hal-hal sebagai berikut:

1. Hasil operasi perusahaan

   Jumlah *net income* yang tampak dalam laporan keuangan laba rugi ditambah dengan depresiasi dan amortisasi, jumlah ini menunjukkan jumlah modal kerja yang berasal ari operasi perusahaan dapat dihitung dengan menganalisis laporan keuangan perhitungan laba rugi perusahaan tersebut dan apabila laba tersebut tidak diambil oleh perusahaan maka laba tersebut akan menambah modal perusahaan yang bersnagkutan.
2. Keuntungan dari penjualan surat-surat berharga

   Surat berharga yang dimiliki oleh perusahaan untuk jangka pendek adalah salah satu elemen aktiva lancar yang segera dapat dijual dan akan dapat menimbulkan keuntungan bagi perusahaan.
3. Penjualan aktiva tidak lancar

   Sumber lain untuk menambah modal kerja adalah hasil penjualan aktiva tetap, investasi jangka panjang, dan aktiva tidak lancar lainnya yang tidak diperlukan lagii oleh perusahaan. Perubahan aktiva tidak lancar tersebut

menjadi kas akan menambah modal kerja sebanyak hasil bersih penjualan aktiva tidak lancar tersebut.

4. Penjualan saham dan obligasi

   Untuk menambah dana atau modal kerja yang dibutuhkan, perusahaan dapat pula mengadakan emisi saham baru atau meminta kepada para pemilik perusahaan untuk menambha modalnya, disamping itu perusahaan dapat juga mengeluarkan obligasi atau bentuk hutang jangka panjang lainnya guna memenuhi kebutuhan modal kerja.

Modal kerja yang dibutuhkan perusahaan harus segera terpenuhi sesuai dengan kebutuhan perusahaan. Namun, terkadang untuk memenuhi kebutuhan modal kerja seperti yang diinginkan tidaklah selalu tersedia. Hal ini disebabkan terpenuhi tidaknya kebutuhan modal kerja sangat tergantung pada berbagai faktor yang mempengaruhinya. Oleh karena itu, pihak manajemen dalam menjalankan kegiatan operasi perusahaan terutama kebijakan dalam upaya pemenuhan modal kerja harus segera memperhatikan faktor-faktor tersebut.

Faktor-faktor yang mempengaruhi jumlah modal kerja menurut Munawir (2010:117) yaitu:

1. Sifat atau Tipe dari Perusahaan

   Modal kerja dari suatu perusahaan jasa relatif akan lebih rendah bila dibandingkan dengan kebutuhan modal kerja perusahaan industri, karena perusahaan industri harus mengadakan investasi yang cukup besar dalam aktiva lancar agar perusahaannya tidak mengalami kesulitan di dalam operasinya sehari-hari. Bahkan diantara perusahaan industri sendiri kebutuhan modal kerjanya tidak sama, perusahaan yang memproduksi barang akan membutuhkan modal kerja yang lebih besar dibandingkan perusahaan perdagangan atau perusahaan eceran, karena perusahaan yang memproduksi barang harus mengadakan investasi yang relatif besar dalam bahan baku, barang dalam proses dan persediaan barang jadi.
2. Waktu yang dibutuhkan untuk memproduksi atau memperoleh barang yang akan dijual serta harga persatuan dari barang tersebut. Kebutuhan modal kerja suatu perusahaan berhubungan langsung dengan waktu yang

dibutuhkan untuk memperoleh barang yang akan dijual. Makin banyak waktu yang dibutuhkan untuk meproduksi atau untuk memperoleh barang tersebut semakin besar pula modal kerja yang dibutuhkan. Disamping itu harga pokok persatuan barang juga akan mempengaruhi besar kecilnya modal kerja yang dibutuhkan, semakin besar harga pokok persatuan barang yang dijual akan semakin besar pula kebutuhan akan modal kerja.

3. Syarat pembelian bahan atau barang dagangan

   Jika syarat kredit jyang diteerima pada waktu pembelian menguntungkan, makin sedikit uang kas yang harus diinvestasikan dalam persediaan bahan atau pun barang dagangan, sebaliknya bila pembayaran atas bahan atau barang yang dibeli tersebut harus dilakukan dalam jangka waktu yang pendek maka uang kas yang diperlukan untuk membiayai persediaan semakin besar pula.

4. Syarat penjualan

   Semakin lunak kredit yang diberikan oleh perusahaan kepada pembeli akan mengakibatkan semakin besarnya jumlah modal kerja yang harus diinvestasikan dalam sekor piutang. Untuk memperendah atau memperkecil jumlah modal kerja yang harus diinvestasikan dalam piutang dan untuk memperkecil resiko adanya piutang yang tidak dapat ditagih, sebaliknya perusahaan memberikan potongan tunai kepada para pembeli, kerana dengan demikian para pembeli akan tertarik untuk segera membayar hutangnya dalam periode diskonto tersebut.

5. Tingkat perputaran persediaan

   Tingkat perputaran persediaan (*inventory turn-over*), menunjukan beberapa kali persediaan tersebut diganti dalam arti dibeli dan dijual kembali. Semakin tinggi tingkat perputaran persediaan tersebut maka jumlah modal kerja yang dibutuhkan (terutama yang harus diinvestasikan dalam persediaan) semakin rendah. Untuk dapat mencapai tingkat perputaran yang tinggi, maka harus diadakan perencanaan dan pengawasan persediaan secara teratur dan efisien. Semakin cepat atau semakin tinggi tingkat perputaran akan memperkecil resiko terhadap kerugian yang disebabkan karena penurunan harga atau karena perubahan selera

konsumen, disamping itu akan menghemat ongkos penyimpanan dan pemeliharaan terhadap persediaan tersebut.

Berdasarkan beberapa faktor tersebut diketahui bahwa dalam penentuan besarnya modal kerja yang dibutuhkan oleh suatu perusahaan bergantung pada jenis dan kemampuan perusahaan itu sendiri dalam menjalankan proses produksi perusahaannya serta kebijaksanaan pihak manajemen perusahaan dalam menjalankan usahanya.

Menurut William & Fauzi (2013), *Net working capital* mampu berperan sebagai substitusi terhadap *cash holdings* perusahaan. *Net working capital* diukur dengan membagi pengurangan *current assets* dan *current liabilities* dengan total assets (Marfuah & Zulhilmi, 2015).

$$\textit{Net working capital}\ (X_1) = \frac{\text{Current assets} - \text{Current liabilities}}{\text{Total assets}}$$

2.2.3. *Board Size*

Isshaq, *et al* (2009), mendefinisikan dewan direksi adalah jumlah dewan direksi dalam perusahaan, semakin banyak dewan dalam perusahaan akan memberikan suatu bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan yang semakin lebih baik, dengan kinerja perusahaan yang baik dan terkontrol, maka akan menghasilkan profitabilitas yang baik dan nantinya akan dapat meningkatkan harga saham perusahaan dan nilai perusahaan pun juga akan ikut meningkat.

Ukuran dewan direksi adalah jumlah personel dewan direksi dalam suatu perusahaan. Jumlah personel dewan akan meningkatkan kinerja perusahaan yang semakin baik (Susanti, 2010).

Dewan direksi merupakan salah satu sistem manajemen yang memungkinkan optimalisasi peran anggota direksi dalam penyelenggaraan *Corporate Governance*. Dewan direksi bertugas untuk menelaah kinerja manajemen untuk meyakinkan bahwa perusahaan dijalankan secara baik dan melindungi kepentingan pemegang saham (Subhan, 2011).

Menurut UU No. 40 Tahun 2007, direksi adalah organ perseroan yang berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan Perseroan untuk kepentingan Perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan Perseroan serta mewakili Perseroan, baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan ketentuan anggaran dasar. Agar pelaksanaan tugas direksi dapat berjalan secara efektif, salah satu prinsip yang perlu dipenuhi adalah komposisi direksi harus sedemikian rupa sehingga memungkinkan pengambilan keputusan secara efektif, tepat, dan cepat, serta dapat bertindak independen.

Beiner S., *et al* (2003) menegaskan bahwa dewan direksi merupakan mekanisme *corporate governance* yang penting, karena dewan direksi dapat memastikan bahwa manajer mengikuti kepentingan dewan. Ketentuan jumlah minimal yang disyaratkan dalam peraturan UU No. 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas (PT) yang harus dilaksanakan yaitu minimal untuk dewan direksi adalah 2 orang.

Shakir (2010) menyatakan bahwa terdapat beberapa kekurangan dalam besarnya ukuran dewan direksi. Ukuran dewan direksi yang besar akan berakibat pada kurangnya diskusi yang berarti, sebab mengekspresikan pendapat dalam kelompok besar umumnya memakan waktu, sulit dan mengakibatkan kurangnya kekompakan pada dewan direksi.

Dewan direksi mempunyai dua fungsi utama yaitu yang pertama membuat keputusan manajemen yang dibuat berupa strategi perusahaan dalam jangka pendek, kebijakan investasi dan keuangan dan mengendalikan keputusan berupa kompensasi manajerial serta pengawasan alokasi modal; kemudian fungsi yang kedua adalah fungsi monitoring yaitu mengawasi kualitas informasi pelaporan keuangan yang diberikan kepada pihak berkepentingan. Adanya dewan direksi sebagai pemonitor diharapkan akan memecahkan masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham.

Dewan direksi merupakan pihak dalam suatu entitas perusahaan yang bertugas melakukan melaksanakan operasi dan kepengurusan perusahaan. Anggota dewan direksi diangkat oleh RUPS. Dewan direksi bertanggung jawab

penuh atas segala bentuk operasional dan kepengurusan perusahaan dalam rangka melaksanakan kepentingan-kepentingan dalam pencapaian tujuan perusahaan. Dewan direksi juga bertanggung jawab terhadap urusan perusahaan dengan pihak-pihak eksternal seperti pemasok, konsumen, regulator dan pihak legal. Dengan peran yang begitu besar dalam pengelolaan perusahaan ini, direksi pada dasarnya memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam pengelolaan sumber daya perusahaan dan dana dari investor.

Dewan direksi adalah organ perseroan penuh atas pengurusan perseroan untuk kepentingan dan tujuan perseroan (Sutedi, 2011:123). Rumus yang digunakan untuk menghitung *board size* yaitu:

Board size (X_2) = Jumlah dewan direksi di dalam perusahaan

2.2.4. *Sales Growth*

Penjualan yang telah dilakukan perusahaan akan menghasilkan pendapatan. Harga yang telah dibebankan kepada pembeli untuk barang dagangan yang telah diserahkan merupakan pendapatan perusahaan. Penjualan dapat dilakukan secara tunai maupun kredit.

Penjualan dapat diklasifikasikan menjadi penjualan kotor dan penjualan bersih. Penjualan kotor adalah jumlah yang ditanggung pembeli sesuai dengan harga penjualan, sedangkan yang dimaksud dengan penjualan bersih yang diungkapkan oleh para ahli, salah satu nya adalah "Sebagai rekening retur dan potongan penjualan maupun rekening potongan dalam laporan laba rugi dimana keduanya dikurangkan dalam penjualan kotor". (Haryono 2011, 226).

Adapun menurut Soemarso (2009:226) Penjualan bersih sebagai jumlah yang dibebankan kepada pembeli karena penjualan barang dan jasa, baik secara kredit maupun tunai dilaporkan sebagai penjualan bruto (gross sales), penjualan retur dan pengurangan harga serta potongan penjualan dilaporkan sebagai pengurang terhadap penjualan bruto. Hasil yang diperoleh adalah penjualan bersih (*net sales*).

Pertumbuhan penjualan menurut Brigham dan Houston (2011:95) adalah: "Penjualan memiliki pengaruh yang strategis bagi sebuah perusahaan karena penjualan yang dilakukan harus didukung dengan harta atau aset dan bila penjualan ditingkatkan maka aktivapun harus ditambah, dengan mengetahui penjualan dari tahun sebelumnya, perusahaan dapat mengoptimalkan sumber daya yang ada".

Sedangkan menurut Sofyan Syafri (2012:310) mengemukakan pertumbuhan penjualan adalah persentasi kenaikkan penjualan tahun ini dibanding dengan tahun lalu, semakin tinggi semakin baik.

Menurut Fabozzi (2010:881), pertumbuhan penjualan adalah perubahan penjualan pada laporan keuangan per tahun. Pertumbuhan penjualan yang di atas rata-rata bagi suatu perusahaan umumnya didasarkan pada pertumbuhan yang cepat yang diharapkan dari industri dimana perusahaan itu beroperasi. Perusahaan dapat mencapai tingkat pertumbuhan di atas rata-rata dengan jalan meningkatkan pangsa pasar dari permintaan industri keseluruhan.

Menurut Kesuma (2009:41), pertumbuhan penjualan adalah pertumbuhan penjualan adalah kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun atau dari waktu ke waktu.

Pertumbuhan penjualan (*sales growth*) mencerminkan manifestasi keberhasilan investasi periode masa lalu dan dapat dijadikan sebagai prediksi pertumbuhan masa yang akan datang. Pertumbuhan penjualan juga merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri. Laju pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi kemampuan mempertahankan keuntungan dalam mendanai kesempatan-kesempatan pada masa yang akan datang (Barton et al. 2010:78). Pertumbuhan penjualan adalah kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun atau waktu ke waktu. Pertumbuhan penjualan tinggi, maka akan mencerminkan pendapatan meningkat.

Menurut Indrawati dan Suhendro (2011:90), pertumbuhan perusahaan adalah perubahan total penjualan perusahaan. Menurut Devie (2013:35), pertumbuhan perusahaan dalam manajemen keuangan diukur berdasarkan

perubahan penjualan, bahkan secara keuangan dapat dihitung berapa pertumbuhan yang seharusnya (*sustainable growth rate*) dengan melihat keselarasan keputusan investasi dan pembiayaan. Pertumbuhan perusahaan akan menimbulkan konsekuensi pada peningkatan investasi atas aktiva perusahaan dan akhirnya membutuhkan penyediaan dana untuk membeli aktiva. Dengan kata lain, pertumbuhan perusahaan menimbulkan konsekuensi pada keputusan investasi dan keputusan pembiayaan. Untuk meningkatkan angka pertumbuhan dilakukan penetapan akan angka jumlah produk atau jasa yang dijual kepada pelanggan. Secara keuangan tingkat pertumbuhan dapat ditentukan dengan mendasarkan pada kemampuan keuangan perusahaan. Tingkat pertumbuhan yang ditentukan dengan hanya melihat kemampuan keuangan dapat dibedakan menjadi dua, yaitu tingkat pertumbuhan atas kekuatan sendiri (*internal growth rate*) dan tingkat pertumbuhan berkesinambungan (*sustainable growth rate*). *Internal growth rate* merupakan tingkat pertumbuhan maksimum yang dapat dicapai perusahaan tanpa membutuhkan dana eksternal atau tingkat pertumbuhan yang hanya dipicu oleh tambahan atas laba ditahan. *Sustainble growth rate* adalah tingkat pertumbuhan maksimum yang dapat dicapai perusahaan tanpa melakukan pembiayaan modal tetapi dengan memelihara perbandingan antara hutang dengan modal (*debt to equity ratio*).

Menurut Ratnawati (2007:8), pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan adalah tingkat dimana penjualan perusahaan dapat tumbuh tergantung pada bagaimana dukungan aset terhadap peningkatan penjualan. Selain melalui tingkat penjualan, pertumbuhan perusahaan dapat juga diukur dari pertumbuhan aset atau dengan kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (*investement opportunity set*).

Murni dan Andriana (2007:6) menyatakan, pendekatan pertumbuhan perusahaan merupakan suatu komponen untuk menilai prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan komponen untuk menilai prospek perusahaan pada masa yang akan datang dan dalam manajemen keuangan diukur berdasarkan perubahan total penjualan perusahaan.

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi akan membutuhkan lebih banyak investasi pada berbagai elemen aset, baik aset tetap maupun aset lancar. Pihak manajemen perlu mempertimbangkan sumber pendanaan yang tepat bagi pembelanjaan aset tersebut. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan penjualan yang tinggi akan mampu memenuhi kewajiban finansialnya seandainya perusahaan tersebut membelanjai asetnya dengan utang, begitu pula sebaliknya. Perhitungan tingkat pertumbuhan penjualan adalah dengan membandingkan antara penjualan akhir periode dengan penjualan yang dijadikan tahun dasar (penjualan akhir periode sebelumnya). Apabila persentase perbandingannya semakin besar, dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan penjualan semakin baik atau lebih baik dari periode sebelumnya.

Sofyan Syafri (2012:310) mengemukakan pertumbuhan penjualan adalah "persentasi kenaikkan penjualan tahun ini dibanding dengan tahun lalu, semakin tinggi semakin baik". Rumus yang digunakan untuk menghitung *Sales growth* adalah Kusnadi (2011):

$$\textit{Sales Growth}\ (X_3) = \frac{\text{Penjualan}_{\ t} - \text{Penjualan}_{\ t-1}}{\text{Penjualan}_{\ t-1}}$$

2.3. Hubungan antar Variabel

2.3.1. Pengaruh *Net Working Capital* terhadap *Cash Holding*

Net working capital mampu berperan sebagai substitusi terhadap *cash holdings* suatu perusahaan. Hal ini dikarenakan kemudahan dalam mengubahnya kedalam bentuk kas saat perusahaan memerlukannya. Sebagai contoh, piutang dapat dengan mudah dicairkan melalui proses sekuritisasi, hutang bank juga bisa dengan mudah diubah menjadi kas William & Fauzi (2013). Apabila modal kerja bersih negatif atau yang biasa disebut defisit modal kerja, maka perusahaan disinyalir tengah mengalami kesulitan likuiditas. Perusahaan yang mengalami modal kerja bersih negatif akan membuat cadangan kas (Marfuah & Zulhilmi, 2015).

Ferreira dan Vilela (2014) menyatakan bahwa modal kerja bersih pada dasarnya merupakan pengganti uang tunai. Pada saat dibutuhkan, mereka dapat dengan cepat dilikuidasi untuk pendanaan. Akibatnya, perusahaan dengan modal kerja bersih yang banyak cenderung memegang kas dalam jumlah yang sedikit. Ozkan dan Ozkan (2014) berargumen bahwa biaya untuk mengkonversi aset lancar non-kas menjadi kas lebih murah dibandingkan dengan aset-aset lainnya. Perusahaan dengan aset lancar yang cukup mungkin tidak harus menggunakan pasar modal untuk mendapatkan dana ketika mereka mengalami kekurangan kas. Dengan begitu, perusahaan dengan modal kerja bersih yang tinggi akan memiliki *cash holding* yang rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Marfuah & Zulhilmi (2015), William & Fauzi (2013), Gill & Shah (2012) dan Ogundipe *et al* (2012), menemukan adanya pengaruh antara *net working capital* terhadap *cash holdings.* Berdasarkan uraian tersebut, peneliti menentukan hipotesis dari penelitian ini adalah *net working capital* diduga berpengaruh terhadap *cash holdings.*

H_1 : *Net working capital* berpengaruh positif terhadap *cash holding*.

2.3.2. Pengaruh *board size* terhadap *cash holding*

Dewan direksi adalah organ perseroan penuh atas pengurusan perseroan untuk kepentingan dan tujuan perseroan serta mewakili perseroan baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan anggaran dasar (Sutedi, 2011:123). Menurut Gill & Shah (2012), *board size* memainkan peranan penting dalam menjaga tingkat kas dengan tepat dari kas perusahaan. *Board size* yang besar akan menimbulkan masalah *agency cost* yang dapat menyebabkan perusahaan untuk menahan kelebihan kas dalam perusahaan. Menurutnya dewan direksi bertanggung jawab atas pengelolaan kas, tata kelola perusahaan dan kebijakan lainnya di dalam organisasi. Saldo kas yang terlalu tinggi akan menyebabkan masalah *agency cost* karena dewan direksi tidak bekerja dalam mendukung *shareholder* tetapi untuk kepentingan mereka sendiri. Besarnya kecilnya *cash holding* dipengaruhi oleh kebijakan dewan direksi sebagai pengelola kas.

Penelitian yang dilakukan oleh Abdillah & Kusumastuti (2014) dan Gill & Shah (2012), menemukan adanya pengaruh antara *board size* terhadap *cash holdings.* Berdasarkan uraian tersebut, peneliti menentukan hipotesis dari penelitian ini adalah *board size* diduga berpengaruh terhadap *cash holdings.*

H_2 : *Board size* berpengaruh positif terhadap *cash holding*.

2.3.3. Pengaruh *Sales Growth* terhadap *Cash holding*

Teori *trade-off* menjelaskan adanya hubungan antara *growth opportunity* dengan kepemilikan uang tunai karena perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang lebih besar akan menimbulkan biaya kekurangan uang tunai yang lebih tinggi. Dalam hal ini perusahaan yang mengalami peluang investasi yang lebih baik akan menyimpan kas yang lebih tinggi untuk menghindari *financial distress* (Ferreira & Vilela, 2014).

Pecking order theory menyebutkan bahwa *growth opportunities* yang tinggi akan mendorong perusahaan untuk membuat kebijakan dengan lebih memilih memegang kas yang tinggi guna membiayai kesempatan investasinya karena Perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi menggunakan asset likuid (seperti kas) untuk mengurangi kemungkinan munculnya *financial distress* dan untuk mengambil kesempatan investasi yang baik terlebih dahulu saat pembiayaan eksternal mahal (Marfuah & Zulhilmi, 2015).

Menurut Barton *et al*. dalam Deitiana (2011), pertumbuhan penjualan merupakan manifestasi keberhasilan investasi periode masa lalu dan dapat dijadikan sebagai prediksi pertumbuhan di masa yang akan datang. Pertumbuhan penjualan juga merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri. Laju pertumbuhan pejualan suatu perusahaan akan mempengaruhi kemampuan mepertahankan keuntungan dalam mendanai kesempatan-kesempatan pada masa yang akan datang. Dalam bahasa yang sederhana, pertumbuhan penjualan mengindikasikan adanya kenaikan jumlah penjualan yang berhasil dicapai suatu perusahaan pada tahun berjalan dibandingkan dengan penjualan di tahun sebelumnya. Seiring meningkatnya pertumbuhan penjualan, peluang untuk

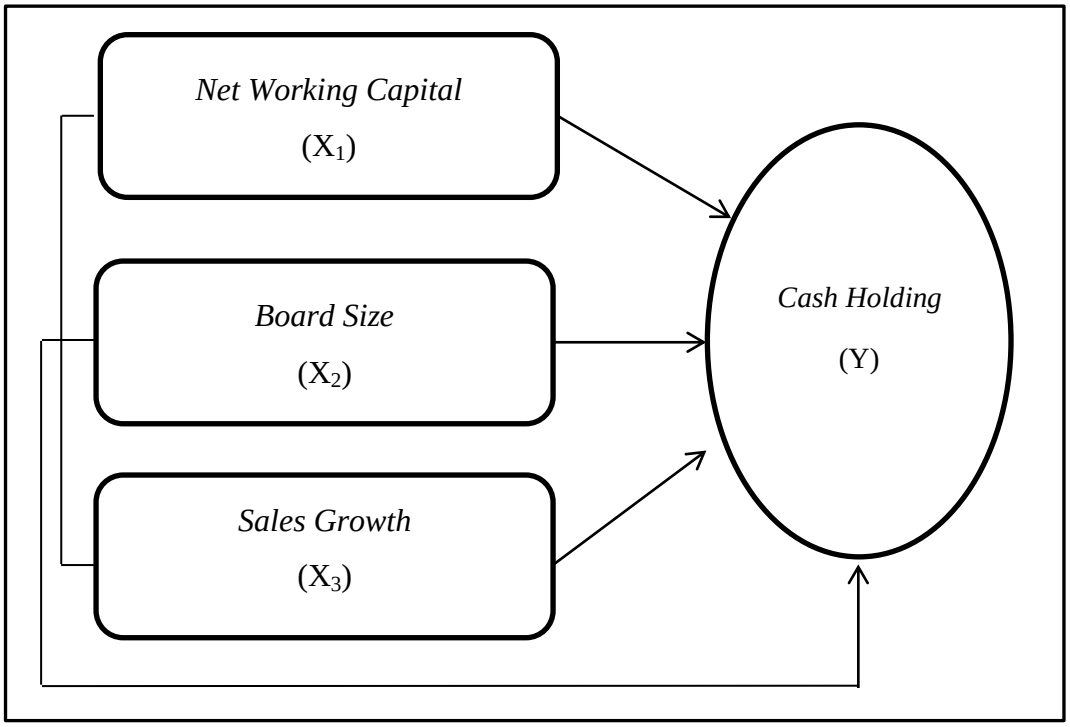
berinvestasi pada bidang operasional yang berbeda ikut meningkat pula (Anjum dan Malik, 2013). Afza dan Adnan (2007) mengatakan bahwa manajer akan memegang kas dalam jumlah yang lebih banyak ketika perusahaan memiliki *investment opportunities* rendah untuk memastikan ketersediaan dana untuk diinvestasikan.

Penelitian yang dilakukan oleh Marfuah & Zulhilmi (2015), William & Fauzi (2013) dan Bigelli & Vidal (2009), menemukan adanya pengaruh antara *growth opportunity* terhadap *cash holdings.* Berdasarkan uraian tersebut, peneliti menentukan hipotesis dari penelitian ini adalah *growth opportunity* diduga berpengaruh terhadap *cash holdings.*

H_3 : *Sales growth* berpengaruh terhadap *cash holding*.

2.4. Kerangka Konseptual Penelitian

Berdasarkan uraian landasan teori mengenai konsep pembahasan bagaimana pengaruh *net working capital*, *board size* dan *sales growth* terhadap *cash holding* pada Perusahaan Sub Sektor Perkebunan di BEI Periode 2014-2016, dalam penelitian ini dapat dilihat dari skema berikut :



Gambar 2.1. Skema Kerangka Konseptual Penelitian