

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

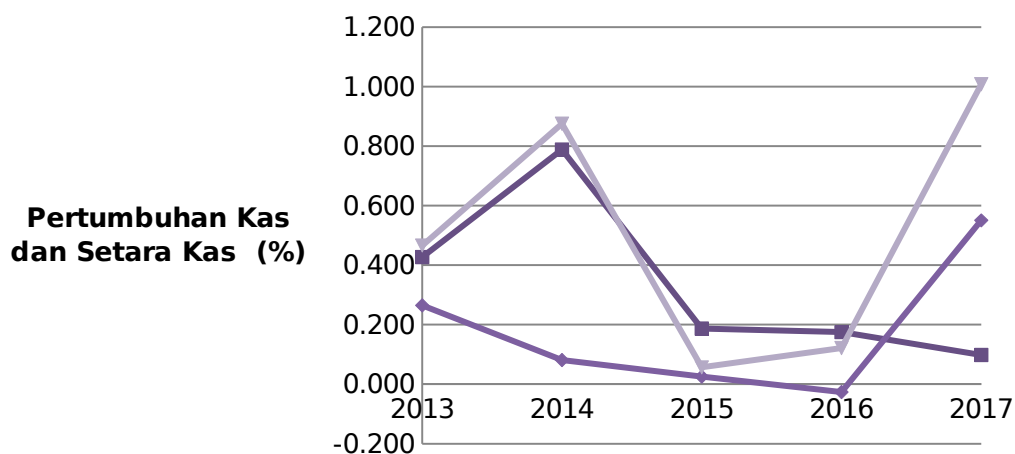
Kondisi nilai tukar rupiah saat ini yang terus mengalami penurunan dan diikuti dengan kenaikan suku bunga Bank Indonesia (BI) yang akan berdampak pada beberapa sektor usaha. Terjadinya dua hal tersebut akan sangat mempengaruhi pendapatan dan pengeluaran perusahaan. Bagi perusahaan yang berorientasi ekspor, melemahnya nilai tukar rupiah menjadi peluang untuk meningkatkan pendapatan. Tetapi, bagi beberapa perusahaan lainnya menjadi ancaman karena dapat menurunkan pendapatan serta meningkatkan pengeluaran.

William Hartanto, Analisis Panin Sekuritas dalam CNN Indonesia mengatakan bahwa sektor yang sangat sensitif atas pelemahan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS dan kenaikan suku bunga BI yaitu sektor pertambangan, sektor perbankan dan sektor properti. Sektor pertambangan cukup menguat merespon pelemahan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS karena mayoritas emiten sektor tambang hasil produksinya diekspor. Sedangkan pada sektor perbankan perlemahan rupiah dan kenaikan suku bunga BI akan mempengaruhi bunga deposito dan kredit. Tetapi, menurut Panji Direktur Keuangan Bank Mandiri hal tersebut tidak akan terlalu berpengaruh karena beberapa bank telah memperhitungkan kenaikan bunga acuan BI. Berbeda dengan sektor properti yang diprediksi oleh beberapa analis sekuritas, seperti yang diungkap oleh William Hartanto, Analisis Panin Sekuritas, kenaikan dolar AS akan memicu kenaikan harga produk lalu masyarakat akan mengurangi belanja, aset properti akan lesu

dan kredit akan menurun. Hary Wijaya, Analis Danpac Sekuritas berpendapat sama, ketika dolar AS naik, suku bunga BI naik, maka sektor properti adalah sektor yang paling berbahaya (www.cnnindonesia.com, 2018).

Pendapatan dan pengeluaran perusahaan akan mempengaruhi kas yang dimiliki perusahaan tersebut. Setiap perusahaan memiliki kas karena dibutuhkan untuk menjalankan usahanya. Kas dapat berasal dari beberapa sumber antara lain penjualan tunai, penerimaan piutang, dan penerimaan lainnya. Kas diperlukan untuk membiayai operasi perusahaan sehari-hari seperti pembelian bahan baku, pembayaran dividen atau pembayaran tunai lainnya. Pendapat tersebut didukung oleh data Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu pertumbuhan kas dan setara kas ketiga sektor tersebut, sebagai berikut :

Pertumbuhan Kas dan Setara Kas



Sumber : www.idx.co.id (data diolah peneliti, 2019)

Gambar 1.1
Grafik Pertumbuhan Kas dan Setara Kas (%)

Gambar 1.1 memperlihatkan bahwa sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan memiliki pertumbuhan kas dan setara kas yang fluktuatif cenderung menurun. Pada tahun 2013 ke tahun 2014 mengalami peningkatan yaitu dari

0,427% menjadi 0,788%, tetapi pada tahun-tahun berikutnya yaitu tahun 2015, 2016, dan 2017 terus mengalami penurunan dengan masing-masing sebesar 0,187%, 0,175%, dan 0,098%. Sedangkan untuk sektor perbankan meskipun sempat mengalami penurunan sampai -0,027% pada tahun 2016, tetapi sektor tersebut pada tahun berikutnya yaitu tahun 2017 berhasil bangkit dengan memiliki pertumbuhan kas dan setara kas sebesar 0,550%. Lalu, untuk sektor pertambangan mulai mengalami peningkatan pada dua tahun terakhir yaitu pada tahun 2016 yaitu sebesar 0,121% dan pada tahun 2017 sebesar 1,008%. Pertumbuhan sektor pertambangan tersebut merupakan pertumbuhan terbesar dibandingkan dengan dua sektor lainnya.

Kenaikan suku bunga acuan atau BI *7-Day Reverse Repo Rate* sebesar 25 basis poin menjadi 4,5 persen dipastikan berdampak terhadap bisnis properti, terutama akan dirasakan oleh para pengembang atau kontraktor yang bermain di sektor hunian komersial. Seperti yang dikatakan oleh Eman Ketua Umum DPP *Real estate* Indonesia Soelaeman Soemawinata di Jakarta (21/5/2018) “Dulu, waktu BI *Rate* turun, bank itu tidak menurunkan bunga kredit konstruksi tetap 12–13%. Sekarang BI *Rate* naik, artinya setelah bank mulai panas, bank akan menaikkan”. Tentu hal tersebut akan memberikan dampak yang besar bagi bisnis yang bergerak pada bidang properti, karena ketika bank menaikkan suku bunga, maka pihak perusahaan properti pun harus menaikkan suku bunga kredit propertinya. Dengan naiknya KPR maka sektor riil akan mengalami penurunan penjualan dan lambat laun akan ditinggalkan oleh para konsumen. (Kompas.com, 2018)

Kekhawatiran Eman tentang sektor riil yang akan mengalami penurunan dan ditinggalkan oleh konsumen serta persaingan di bidang konstruksi properti dan *real estate* yang semakin sulit kini terbukti. Hal tersebut dapat terlihat dari data Bank Indonesia (BI) yang menunjukkan penurunan penjualan properti pada tahun 2013-2017. Pada tahun 2014 penjualan properti mengalami peningkatan dibandingkan dengan tahun 2013 yaitu menjadi 40,07% yang tahun sebelumnya sebesar 13,05%. Pada tahun berikutnya terus mengalami penurunan yaitu pada tahun 2015 sebesar 7,66%, tahun 2016 sebesar 5,06% dan pada tahun 2017 sebesar 3,05% seperti yang tergambar dalam grafik berikut ini :



Sumber : www.bi.go.id (data diolah peneliti, 2019)

Gambar 1.2
Grafik Pertumbuhan Penjualan Properti (%)

Tentu terdapat faktor-faktor yang menyebabkan penurunan penjualan tersebut. Sebagian besar responden berpendapat bahwa faktor utama yang menyebabkan penurunan penjualan rumah adalah penurunan permintaan konsumen, terbatasnya penawaran perumahan dari responden, suku bunga KPR yang dianggap masih tinggi, dan harga rumah yang kurang terjangkau oleh

konsumen. Sehingga, nilai tukar rupiah terhadap dolar AS dan meningkatnya suku bunga BI menjadi pemicu utama penurunan penjualan bisnis properti.

Penurunan penjualan tersebut tentu saja akan mengakibatkan pada penurunan laba tetapi tidak menurunkan pengeluaran perusahaan. Rendahnya nilai tukar rupiah terhadap dolar AS menyebabkan tingginya biaya operasi, seperti biaya bahan baku atau material karena material yang digunakan berasal dari bahan impor, beban gaji karyawan dan beban operasi yang ikut meningkat. Tingginya suku bunga bank juga menyebabkan peningkatan beban perusahaan. Pinjaman dana yang cukup besar dilakukan oleh perusahaan properti kepada bank untuk memenuhi besarnya dana yang dibutuhkan. Tetapi, dengan tingginya suku bunga bank maka semakin tinggi pula beban yang harus dibayarkan perusahaan dalam pelunasan utang. Selain itu, juga meningkatkan beban konsumen dalam membiayai properti yang dibeli.

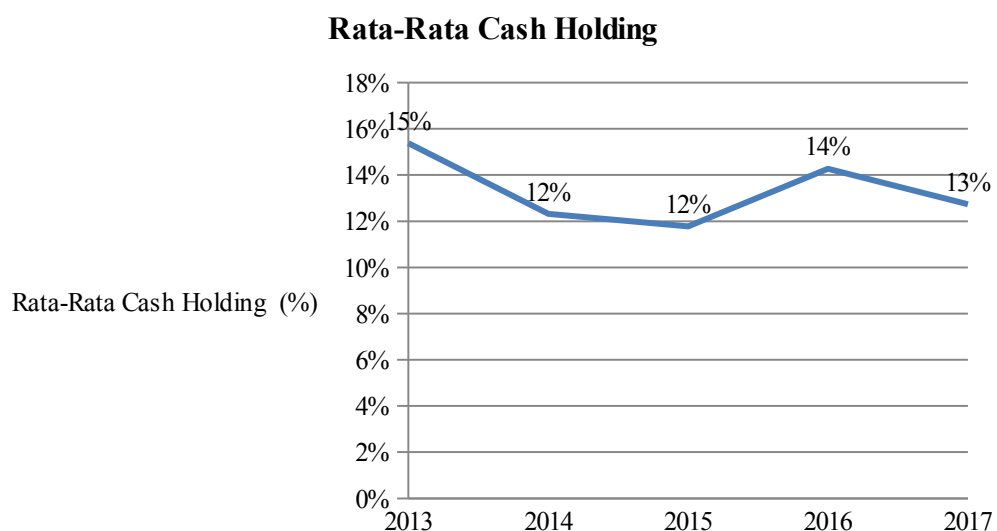
Penjualan sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang kini mengalami penurunan penjualan, tetapi sektor ini masih termasuk kedalam lima sektor yang memberikan kontribusi terbesar pada PDB triwulan IV tahun 2017. Berdasarkan data Badan Pusat Statistik (BPS) lima sektor yang memberikan kontribusi terbesar pada PDB yaitu sektor industri pengolahan nonmigas menyumbang sebesar 20,16%. Kedua yaitu sektor pertanian menyumbang 13,14%. Ketiga yaitu sektor perdagangan menyumbang sebesar 13,01%. Sektor keempat yaitu sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan menyumbang 10,38%. Sektor kelima yaitu sektor pertambangan menyumbang 7,57%. (www.bps.go.id, 2018)

Peneliti memilih sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan sebagai objek penelitian karena sektor tersebut memiliki pertumbuhan kas dan setara kas yang terus menurun selama 3 tahun berturut-turut. Selain itu, sektor tersebut termasuk kedalam lima sektor yang memberikan kontribusi terbesar bagi PDB yaitu menjadi sektor ke 4. Hal itu menggambarkan bahwa sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan memiliki peran yang cukup besar dalam mendorong perekonomian Indonesia. Selain itu, sektor ini merupakan salah satu sektor yang disenangi oleh para investor karena harga dari tanah dan bangunan yang cenderung naik dengan *supply* tanah yang bersifat tetap sedangkan *demand* yang terus bertambah sejalan dengan pertumbuhan penduduk dan kebutuhan masyarakat dalam beraktivitas. Berdasarkan pada kenyataan tersebut, properti *real estate* dan konstruksi bangunan dianggap dapat terus tumbuh.

Menghadapi kondisi tidak stabilnya nilai tukar rupiah terhadap dolar AS saat ini, perusahaan harus memiliki kas yang disimpan atau ditahan (*cash holding*). *Cash holding* tersebut dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan sehari-hari atau kebutuhan kas lainnya yang muncul secara mendadak. Perusahaan harus menyimpan kas dalam jumlah yang cukup, tidak boleh dalam jumlah yang terlalu besar ataupun terlalu sedikit.

Menyimpan kas dalam jumlah yang besar tentu memiliki keuntungan dan kerugian. Dengan menyimpan kas dalam jumlah yang besar memberikan beberapa keuntungan bagi perusahaan diantaranya dapat memenuhi biaya kebutuhan yang mendadak dan dapat mempertahankan posisi peringkat kredit (*credit rating*) perusahaan. Sedangkan kerugian yang dapat ditimbulkan yaitu kehilangan kesempatan untuk memperoleh keuntungan yang optimal karena kas hanya disimpan sehingga kas menganggur (*idle cash*) (Ogundipe, 2012).

Berdasarkan *trade-off theory*, penentuan kas yang tepat yaitu dengan mempertimbangkan batasan antara biaya dan manfaat yang didapatkan dari menahan kas. Tingkat *cash holding* yang tepat berada pada saat *marginal value of benefit* melebihi *marginal value of cost* (Marfuah, 2014). Oleh karena itu, dengan tingkat kas yang tepat, semua kebutuhan perusahaan dapat terpenuhi dan perusahaan dapat terhindar dari ancaman kebangkrutan. Berikut ini grafik rata-rata *cash holding* perusahaan sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI tahun 2013–2017 :



Sumber : www.idx.co.id. (data diolah peneliti, 2019)

Gambar 1.3
Grafik Rata-Rata *Cash Holding*

Berdasarkan gambar 1.3 menunjukkan bahwa rata-rata *cash holding* pada perusahaan sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI tahun 2013–2017 yang fluktuatif cenderung menurun. Pada tahun 2013 memiliki rata-rata *cash holding* 15%. Tetapi pada tahun 2014 dan 2015 mengalami penurunan menjadi 12% selama dua tahun. Pada tahun 2016 mengalami penurunan menjadi 14% selama dua tahun. Pada tahun 2017 mengalami penurunan menjadi 13%.

mengalami peningkatan kembali menjadi 14%. Pada tahun 2017 mengalami penurunan kembali menjadi 13%.

Literatur teoritis menyebutkan motif utama yang mendasari perusahaan dalam melakukan *cash holding* yaitu (1) Motif transaksi, yaitu perusahaan menahan kas untuk menghemat biaya likuidasi aset non kas ke dalam bentuk kas untuk memenuhi kebutuhan yang mendesak. (2) Motif berjaga-jaga, yaitu perusahaan menahan kas untuk menghindari situasi yang tidak bisa diprediksi sebelumnya sehingga menyebabkan pengeluaran modal tidak terduga. (3) Motif pajak, yaitu perusahaan menahan kas untuk menghindari pembayaran pajak yang merugikan perusahaan. Pajak dibebankan tergantung pada tinggi rendahnya laba yang dicapai, sehingga perusahaan lebih memilih tidak membagikan dividen karena tingginya pajak yang dibebankan. (4) Motif *agency*, yaitu manajer lebih memilih melakukan *cash holding* daripada membayarkannya kepada para pemegang saham ketika peluang investasi perusahaan buruk dan menggunakan kas untuk kepentingan mereka sendiri.

Manajer keuangan dalam menentukan tingkat *cash holding* yang optimal tentu tidak mudah. Terlebih kini dihadapkan dengan kondisi nilai tukar rupiah terhadap dolar AS yang melemah. Terdapat 3 (tiga) teori yang dapat digunakan oleh manajer dalam mengambil keputusan tingkat *cash holding* yaitu *trade-off theory*, *packing order theory*, dan *agency theory*. Ketiga teori tersebut dapat membantu manajer dalam menentukan tingkat *cash holding* yang tepat sehingga dapat menghadapi kondisi ekonomi yang terjadi saat ini.

Jumlah penduduk di Indonesia yang terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahun tentu menjadi peluang bagi sektor-sektor industri yang ada untuk

terus tumbuh. Sesuai dengan hasil sensus yang dilakukan oleh Badan Pusat Statistik (BPS) bahwa jumlah penduduk Indonesia pada tahun 2017 mencapai 262 juta jiwa dan pada tahun 2018 mencapai 265 juta jiwa. BPS memprediksi jumlah penduduk pada tahun 2020 akan mencapai 271 juta jiwa, serta pada tahun 2035 diperkirakan akan mencapai 300 juta jiwa.

Semakin tingginya pertumbuhan penduduk mengakibatkan terjadinya peningkatan kebutuhan pada beberapa sektor salah satunya sektor properti dan *real estate*. Hal itu tentu menjadi peluang besar bagi sektor tersebut untuk terus tumbuh dimasa yang akan datang. Selain itu, juga menunjukkan semakin meningkatnya peluang investasi pada perusahaan sektor properti dan *real estate* yang dapat menarik minat para investor lokal maupun internasional.

Investasi pada bidang properti dan *real estate* akan sangat menguntungkan terutama di daerah perkotaan dengan lahan yang sempit semakin meningkatkan harga properti. Bidang properti dan *real estate* merupakan bidang yang sering dipilih oleh para investor untuk melakukan investasi jangka panjang. Terbukti dengan munculnya kota-kota baru saat ini, yang menunjukkan banyak pengembangan baru yang terjadi. Banyaknya pembangunan perumahan, mall, perhotelan, apartement, dan pusat perbelanjaan.

Peony Tang, Direktur South City, kawasan superblok di Pondok Cabe yang dikembangkan PT Setiawan Dwi Tunggal mengatakan bahwa “Investasi di sektor properti masih terbilang ‘seksi’ mengingat kenaikan nilai properti setiap tahunnya.” Menurutnya kelebihan investasi properti dibandingkan dengan sektor lainnya adalah keberadaan nilai aset yang terus meningkat. Sehingga para investor yang ingin mencari imbalan hasil yang pasti dan tidak tergerus oleh nilai inflasi

atau situasi ekonomi maupun politik, investasi sektor properti merupakan pilihan yang tepat. (www.tribunnews.com, 2018)

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan hal yang penting bagi perusahaan. Dengan mengetahui peluang investasi dimasa mendatang dapat membantu manajer keuangan dalam mengambil keputusan investasi yang bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang besar, cenderung melakukan penahanan kas (*cash holding*) dalam jumlah yang besar, dengan bermaksud untuk menggunakan kas tersebut ketika menemukan peluang investasi yang sangat menguntungkan (Sri Hasnawati, 2015).

IOS lebih ditekankan pada opsi investasi dimasa depan. Opsi investasi dimasa depan dapat diperoleh jika perusahaan memiliki proyek dengan *net present value* positif. IOS tidak dapat diobservasi secara langsung, sehingga dalam perhitungannya menggunakan proksi. Proksi IOS yang dapat digunakan yaitu (1) Proksi IOS berdasarkan harga (2) Proksi IOS berdasarkan investasi (3) Proksi IOS berdasarkan varian (4) Proksi gabungan dari proksi individual. Salah satu rasio yang digunakan untuk menghitung IOS adalah *Price Earnings Ratio* (PER). PER termasuk kedalam proksi IOS berdasarkan harga (Nurul Hidayah, 2015).

I Made Sudana (2011:23) menyatakan bahwa PER dapat mengukur bagaimana investor menilai prospek pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang dan tercermin pada harga saham yang dibayar oleh investor untuk setiap rupiah laba yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi rasio ini menunjukkan bahwa investor mempunyai harapan yang baik tentang pertumbuhan perusahaan

dimasa yang akan datang. Berikut ini PER pada sektor properti *real estate* dan kontruksi bangunan yang terdaftar di BEI tahun 2013-2017 :



Sumber : www.idx.co.id. (data diolah peneliti, 2019)

Gambar 1.4
Grafik *Price Earnings Ratio*

Sektor properti *real estate* dan kontruksi bangunan memiliki PER yang terus meningkat mulai dari tahun 2013 sampai tahun 2016 dengan PER sebesar 15,9 pada tahun 2013, 16,29 pada tahun 2014, 18,06 pada tahun 2015 dan 24,89 pada tahun 2016, tetapi pada tahun 2017 mengalami penurunan menjadi 14,52. Grafik 1.4 menunjukkan bahwa sektor tersebut memiliki peluang investasi yang terus meningkat selama 4 tahun yaitu tahun 2013-2016. Sementara pada tahun 2017 memiliki peluang investasi yang kecil, tercermin dari nilai PER yang menurun.

Besarnya peluang investasi yang tersedia bagi suatu perusahaan, akan mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan untuk membiayai investasi tersebut. Terlebih dengan kondisi saat ini, dana yang dibutuhkan oleh perusahaan

properti semakin meningkat dipicu oleh menurunnya nilai tukar rupiah terhadap dolar AS. Keputusan pendanaan perusahaan menyangkut keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan (*internal financing*) dan dari luar perusahaan (*external financing*).

Modal internal berasal dari laba ditahan, sedangkan modal eksternal berasal dari modal sendiri dan melalui hutang. Sumber pendanaan eksternal sangat penting bagi perusahaan dalam membantu manajer untuk mengambil keputusan dalam melakukan pendanaan dan keputusan investasi. Perusahaan dapat menggunakan dana pinjaman untuk mendanai peluang investasi yang menguntungkan. Sehingga memungkinkan perusahaan untuk memaksimalkan keuntungan perusahaan. Ketepatan waktu dalam pembayaran utang, merupakan kemampuan perusahaan yang dapat meningkatkan kesempatan untuk mereka mendapatkan pinjaman pada tingkat bunga yang lebih baik.

Menurunnya kurs rupiah terhadap dolar AS menyebabkan peningkatan pembiayaan untuk sektor properti menyebabkan beberapa pengembang properti terseret oleh masalah. Berdasarkan hitungan lembaga pemeringkatan internasional Fitch, setiap perusahaan pengembangan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) memiliki porsi utang berdenominasi dolar sampai 50% dari total utang masing-masing perusahaan. Terdapat tiga pengembang properti raksasa yang terseret masalah yaitu PT Lippo Karawaci Tbk, PT Bumi Serpong Damai Tbk, dan PT Alam Sutera Realty Tbk.

PT Lippo Karawaci Tbk per 31 Desember 2017 memiliki kas dolar US\$ 13 juta sedangkan jumlah pembayaran utang pada tahun tersebut mencapai US\$ 65

Juta. Hal tersebut menunjukkan bahwa Lippo Karawaci memiliki beban pembayaran kupon obligasi yang jauh lebih besar daripada kas dolar yang dimilikinya. Terbatasnya arus kas hasil operasi yang dimiliki oleh Lippo Karawaci semakin menekan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya. Menurut Fitch PT Lippo Karawaci Tbk akan menjadi pengembang yang paling rentan terpukul dampak jatuhnya kurs rupiah. Sebab, perusahaan properti milik Grup Lippo ini memiliki pendapatan valas yang sangat kecil. (katadata.co.id, 2018)

Menurunnya nilai tukar rupiah terhadap dolar juga mengancam PT Bumi Serpong Damai Tbk (BSDE). Pengembang tersebut membekukan pendapatan penjualan Rp 3,12 triliun pada semester pertama tahun 2018, angka tersebut mengalami penurunan 27,6% jika dibandingkan semester I/2017 Rp 4,3 triliun. Per juni 2018, BSDE memiliki total utang dalam mata uang asing sebesar US\$ 650 juta. Itu bagian dari *global bond* melalui anak usahanya Global Prime Capital Pte.Ltd., sebanyak lima tahap sejak 2015. Surat utang tersebut dikenakan kupon rata-rata 6,5% per tahun. Kondisi BSDE saat ini memiliki jumlah utang yang lebih besar dibanding dengan kas yang dimiliki perusahaan. Lebih mengkhawatirkan karena perusahaan tidak memiliki perjanjian *hedging* untuk meminimalisir risiko kurs utang dolarnya. (Kontan.co.id, 2018)

PT Alam Sutera Realty Tbk (ASRI) menjadi salah satu dari tiga perusahaan raksasa yang berisiko terhantam pelemahan rupiah. ASRI berada dalam posisi utang obligasi sebesar US\$ 480 juta, yang terdiri dari dua jenis obligasi yaitu senilai US\$ 235 juta, berjangka waktu 7 tahun dan akan jatuh tempo pada 27

maret 2020. Obligasi ini memiliki bunga tetap 6,95% per tahun. Obligasi lainnya senilai US\$ 245 juta, dengan jangka waktu 5,5 tahun dan memiliki bunga 6,625% per tahun yang akan jatuh tempo pada 24 April 2022.

Selain menurut lembaga pemeringkatan internasional Fitch, ASRI juga termasuk kedalam emiten obligasi di Indonesia yang paling rentan terhadap risiko pelemahan rupiah menurut perusahaan pemeringkat global Moody's. Menurut Moody's ASRI rentan terhadap pelemahan rupiah karena pengembang memikul utang besar dalam dolar AS sedangkan arus kasnya dalam rupiah. Meskipun ASRI memiliki perjanjian lindung nilai (*hedging*) tetapi perjanjian tersebut mengatur batas atas pelemahan sampai Rp. 14.500 per dolar AS. Sehingga mereka tidak memiliki perlindungan terhadap pelemahan rupiah diatas level tersebut.

Poh juga mengatakan "Melihat kondisi pasar saat ini yakni pelemahan rupiah dan kenaikan tingkat bunga akan terbukti menantang bagi upaya *refinancing* ASRI". Dengan kata lain, ASRI akan menghadapi risiko *refinancing* karena perusahaan belum mempunyai rencana konkrit untuk menagani surat utangnya yang akan jatuh tempo. Dilihat dari prediksi proyeksi posisi kas perseroan untuk beberapa bulan kedepan sepertinya tidak mencukupi untuk melunasi utang tersebut. (www.idnfinancials.com, 2018)

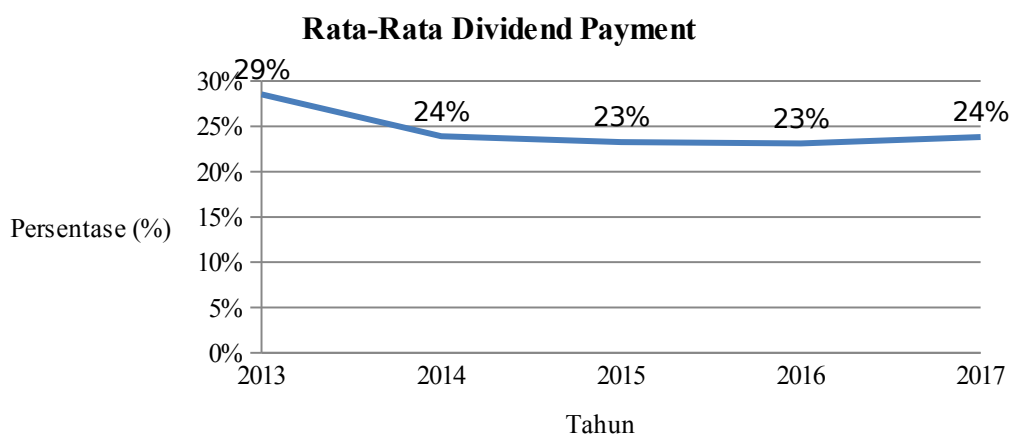
Hedging sangat penting bagi bisnis karena dapat menghindarkan perusahaan dari perangkat kesulitan keuangan, khususnya dalam menghadapi kondisi ekonomi yang tidak stabil. *Hedging* atau Lindung nilai dimuat dalam Peraturan Bank Indonesia No.15/8/PBI/2013 tentang Transaksi Lindung Nilai Kepada Bank. Lindung Nilai merupakan cara atau teknik untuk mengurangi risiko yang timbul maupun yang diperkirakan akan timbul akibat adanya fluktuasi harga di pasar keuangan.

Perusahaan properti *real estate* dan konstruksi bangunan tentu saja memiliki para investor yang menanamkan modal sehingga pelaksanaan perusahaan dapat berjalan dengan baik. Investor melakukan penanaman saham pada perusahaan dengan memiliki tujuan untuk mendapatkan *return* setiap periode salah satunya berupa dividen. Investor akan sangat senang apabila mendapatkan tingkat pengembalian investasinya semakin tinggi dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, investor memiliki kepentingan untuk mampu memprediksi berapa besar tingkat pengembalian investasi mereka. Investor juga lebih senang membayar dengan harga yang lebih tinggi bagi saham yang akan memberikan dividen yang tinggi. Sehingga pembayaran dividen yang tinggi dapat menarik para investor untuk menanamkan modalnya kepada perusahaan. (M.Asril, 2012).

Dividen dapat dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk tunai atau dalam bentuk lainnya. Jika perusahaan tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham maka laba tersebut akan masuk ke dalam saldo laba dan atau dana cadangan. Perusahaan dalam membagikan dividen kepada *shareholder* sesuai dengan kebijakan dividen yang berlaku. Kebijakan dividen pada suatu perusahaan akan melibatkan dua pihak yang berkepentingan dan bertentangan yaitu kepentingan para pemegang saham yang mengharapkan dividen, dengan kepentingan perusahaan terhadap laba ditahan.

Pembayaran dividen dilakukan sesuai dengan tingkat kebijakan dividen yang diukur dengan menggunakan *dividend payout ratio* (DPR). Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besarnya laba yang ditahan oleh perusahaan maka semakin sedikit atau kecil jumlah laba yang dialokasikan untuk membayar dividen. Berikut

ini grafik rata-rata *dividend payment* perusahaan sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI 2013–2017 :



Sumber : www.idx.co.id. (data diolah peneliti, 2019)

Gambar 1.5
Grafik Rata–Rata *Devidend Payment*

Gambar 1.5 menunjukkan rata-rata *dividend payment* pada perusahaan sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI 2013–2017 yang dikatakan stagnan. Pada tahun 2013 ke tahun 2014 mengalami penurunan sebesar 5% yaitu dari 29% menjadi 24%. Kemudian pada tahun–tahun berikutnya dapat dikatakan stagnan karena tidak mengalami penurunan dan kenaikan yang tinggi yaitu pada tahun 2015 dan 2016 memiliki rata-rata *dividend payment* sebesar 23% dan pada tahun 2017 memiliki rata-rata sebesar 24%.

Penelitian yang dilakukan oleh Shendy Pratiwi (2018) memberikan hasil jika *leverage* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holding*, *investment opportunity set* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cash holding*. Hasil penelitian diatas sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Marfuah Ardan Zuhilmi (2014) memberikan hasil penelitian bahwa

Leverage mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holding*. Tetapi penelitian yang dilakukan oleh Saul Fernando Simanjuntak dan A.Sri Wahyudi (2017) menunjukkan hasil yang berbeda yaitu *leverage* tidak memiliki pengaruh terhadap *cash holding*. Berdasarkan beberapa hasil penelitian diatas menunjukkan hasil yang berbeda mengenai pengaruh *leverage* dengan *cash holding*.

Pengaruh *investment opportunity set* terhadap *cash holding* memiliki hasil yang sama dengan penelitian Shendy diatas, seperti penelitian yang telah dilakukan oleh Sheryl Yuliana Senjaya dan I Ketut Yadnyana (2016) yaitu *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap *cash holding*. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Ghada Tayem (2017) memberikan hasil bahwa *investment opportunity set* memiliki pengaruh positif terhadap *cash holding*.

Berdasarkan fenomena di atas, menarik perhatian peneliti untuk melakukan penelitian kembali mengenai *cash holding*. Alasan peneliti memilih *cash holding* karena kondisi kas dan setara kas sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang fluktuatif cenderung menurun. Hal tersebut menjadi perhatian karena memperbesar ancaman kekurangan kas bagi perusahaan. Berdasarkan *trade-off theory*, penentuan kas yang tepat yaitu dengan mempertimbangkan batasan antara biaya dan manfaat yang didapatkan dari menahan kas. Tingkat *cash holding* yang tepat berada pada saat *marginal value of benefit* melebihi *marginal value of cost*.

Tepatnya tingkat kas yang dimiliki, perusahaan dapat memenuhi kebutuhan operasional yang mendadak atau tidak terprediksi. Contohnya kurs rupiah yang menurun, menyebabkan biaya operasional menjadi tinggi, dengan tepatnya penentuan tingkat kas perusahaan dapat menggunakan kas untuk memenuhi biaya

yang meningkat dan kekurangannya dapat dipenuhi dengan pinjaman dari pihak eksternal. Tetapi berbeda jika penentuan tingkat kas tidak tepat terlalu besar misalnya, akan menimbulkan *idle cash*.

Cash holding dapat digunakan untuk memenuhi peluang investasi yang akan memberikan keuntungan lebih besar bagi perusahaan, serta perusahaan dapat menggunakan kas untuk memenuhi kewajiban utangnya dan dapat membayar dividen. Ketika perusahaan mendapatkan keuntungan, harus dialokasikan secara khusus untuk pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Oleh karena itu, dengan tingkat kas yang tepat, semua kebutuhan perusahaan dapat terpenuhi dan perusahaan dapat terhindar dari ancaman kebangkrutan. Tinggi rendahnya *cash holding* dipengaruhi oleh beberapa faktor. Dalam penelitian ini dipilih *investment opportunity set (IOS)*, *leverage* dan *dividend payment* sebagai faktor yang mempengaruhi tinggi rendahnya tingkat *cash holding*.

Peneliti memilih *Investment opportunity set (IOS)* sebagai salah satu faktor yang berpengaruh dalam penentuan *cash holding* alasannya karena dengan memanfaatkan peluang investasi yang tumbuh sesuai dengan pertumbuhan jumlah penduduk di Indonesia memberikan harapan kepada seluruh pihak perusahaan baik pihak internal maupun eksternal. Untuk memenuhi peluang investasi yang tersedia, perusahaan harus memiliki pendanaan yang cukup sehingga manajer harus memastikan ketersediaan dana agar dapat memenuhi biaya investasi yang harus dilakukan.

Faktor lain yang berpengaruh dalam penentuan *cash holding* yaitu *leverage*. Alasan peneliti memilih *leverage* karena salah satu faktor yang mempengaruhi ketersediaan kas yaitu bertambah atau berkurangnya segala jenis utang. Kemudian

didukung dengan kenyataan yang terjadi pada sektor properti *real estate* yang memiliki jumlah utang lebih besar dibandingkan dengan kas yang dimiliki perusahaan.

Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa *leverage* merupakan salah satu faktor yang memberikan pengaruh terbesar pada *cash holding*. Seperti hasil penelitian Ghada Tayem (2017) yang menunjukkan *leverage* memiliki nilai koefisien sebesar -282, artinya *leverage* memberikan pengaruh negatif terhadap *cash holding*. Begitu pula pada penelitian Basil Al-Najjar (2015) *leverage* memberikan pengaruh negatif terhadap *cash holding* dengan nilai koefisien sebesar -285. Selain itu, tingginya tingkat *leverage* dapat mengurangi terjadinya konflik agensi dan manajer bekerja menjadi lebih efektif karena semakin tinggi *leverage* maka pihak ketiga akan meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajer. Serta terdapat ketidakkonsistenan pada hasil penelitian sebelumnya.

Penelitian ini juga menggunakan *dividend payment* sebagai salah satu variabel dalam penelitian ini. Alasan peneliti memilih *dividend payment* karena dividen merupakan hal utama yang diharapkan oleh para investor. Investor mengharapkan bisa mendapat *return* berupa dividen yang terus meningkat setiap tahunnya. Selain itu, dalam *agency theory* sering terjadi konflik yang dinamakan konflik agensi. Konflik agensi yang paling sering terjadi atau menjadi konflik utama yaitu manajer sebagai agen ingin menahan laba untuk investasi dimasa yang akan datang, sedangkan pemegang saham menginginkan laba dibagikan sebagai dividen. Sehingga hal tersebut menarik perhatian peneliti untuk menggunakan *dividend payment* dalam penelitian ini.

Peneliti menggunakan *dividend payment* sebagai variabel moderasi untuk mengetahui pengaruh *dividend payment* dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh *Investment opportunity set* (IOS) terhadap *cash holding*. Penentuan variabel moderasi tersebut karena didasari oleh *agency theory* yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *Investment opportunity set* (IOS) tinggi akan menurunkan pembayaran dividen kepada para pemegang saham dikarenakan perusahaan lebih memilih untuk menahan kas sehingga meningkatkan pendanaan internal yang akan digunakan untuk membiayai investasi tersebut.

Berdasarkan latar belakang dan fenomena yang telah dijelaskan maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian yang berjudul “**Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) dan *Leverage* Terhadap *Cash Holding* dengan *Dividend Payment* Sebagai Variabel Moderasi (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Properti *Real Estate* dan Kontruksi Bangunan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013–2017)”**”

1.2 Identifikasi dan Rumusan Masalah Penelitian

Sub-sub berikut akan dipaparkan mengenai indentifikasi masalah dalam penelitian ini serta rumusan masalah yang akan diteliti oleh peneliti. Sub indentifikasi masalah dan sub rumusan masalah akan dipaparkan sebagai berikut :

1.2.1 Identifikasi Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang yang telah dikemukakan diatas, maka

identifikasi masalah dalam penelitian ini adalah, sebagai berikut :

1. Kenaikan Suku Bunga BI diindikasikan menyebabkan naiknya suku bunga kredit properti.
2. Penjualan perusahaan pada sektor properti dan *real estate* mengalami fluktuatif cenderung menurun yang diindikasikan karena melemahnya nilai tukar rupiah terhadap dolar AS.

3. Rata-rata *cash holding* perusahaan pada sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang fluktuatif cenderung menurun seiring dengan penurunan penjualan perusahaan.
4. *Price Earnings Ratio* perusahaan pada sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang fluktuatif cenderung meningkat. Peningkatan PER seharusnya diikuti oleh penurunan *cash holding* perusahaan, tetapi pada tahun 2016 PER mengalami peningkatan diikuti oleh peningkatan *cash holding*, dan pada tahun 2017 PER mengalami penurunan yang diikuti oleh penurunan *cash holding*.
5. Utang yang dimiliki oleh perusahaan properti dan *real estate* mengalami peningkatan dipicu oleh melemahnya nilai rupiah terhadap dolar AS.
6. Rata-Rata *dividend payment* pada perusahaan sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang stagnan. Hal ini seharusnya diikuti oleh peningkatan *cash holding*, tetapi pada 2014 menurunnya pembayaran dividen tidak diikuti oleh kenaikan *cash holding*.
7. Terdapat pertentangan hasil penelitian terdahulu terkait pengaruh *investment opportunity set* (IOS) dan *leverage* berpengaruh terhadap *cash holding*.

1.2.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan diatas, maka dapat diperoleh beberapa rumusan masalah sebagai berikut :

1. Bagaimana kondisi *investment opportunity set* (IOS) dan *leverage* pada sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2017.
2. Bagaimana kondisi *dividend payment* pada sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2017.
3. Bagaimana kondisi *cash holding* pada sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2017.
4. Seberapa besar pengaruh *investment opportunity set* (IOS) dan *leverage* terhadap *cash holding* perusahaan yang dimoderasi oleh *dividend payment*.

5. Seberapa besar pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *cash holding* perusahaan.
6. Seberapa besar pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *cash holding* perusahaan yang dimoderasi oleh *dividend payment*.
7. Seberapa besar pengaruh *leverage* terhadap *cash holding* perusahaan.

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan yang diharapkan oleh peneliti dalam pembahasan rumusan masalah diatas antara lain untuk mengetahui dan menganalisis :

1. Kondisi *investment opportunity set* (IOS) dan *leverage* pada sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2017.
2. Kondisi *dividend payment* pada sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2017.
3. Kondisi *cash holding* pada sektor properti *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2017.
4. Besarnya pengaruh *investment opportunity set* (IOS) dan *leverage* terhadap *cash holding* perusahaan yang dimoderasi oleh *dividend payment*.
5. Besarnya pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *cash holding* perusahaan.
6. Besarnya pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *cash holding* perusahaan yang dimoderasi oleh *dividend payment*.
7. Besarnya pengaruh *leverage* terhadap *cash holding* perusahaan.

1.4 Kegunaan Penelitian

Dilakukannya penelitian ini diharapkan dapat memberikan kegunaan baik secara langsung maupun tidak langsung bagi berbagai pihak, sebagai berikut:

1.4.1 Kegunaan Teoritis

Kegunaan teoritis yang dapat diberikan dari hasil penelitian ini yaitu, sebagai berikut :

1. Memberikan kontribusi terhadap pengembangan Ilmu Manajemen Keuangan
2. Memberikan kontribusi terhadap pengembangan Ilmu *Cash Holding*.
3. Memberikan kontribusi terhadap pengembangan Ilmu *Investment Opportunity*

Set (IOS).

4. Memberikan kontribusi terhadap pengembangan Ilmu *Leverage*.
5. Memberikan kontribusi terhadap pengembangan Ilmu *Dividend Payment*.

1.4.2 Kegunaan Praktis

Penelitian ini memberikan kegunaan praktis sebagai berikut :

1. Bagi perusahaan, penelitian ini diharapkan mampu memberikan masukan bagi pihak manajemen perusahaan dalam melakukan penilaian kinerja manajemen keuangan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan kegiatan usahanya.
2. Bagi Emiten yaitu khususnya perusahaan–perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan kebijakan yang berkaitan dengan manajemen kas perusahaan.
3. Bagi Investor, penelitian ini dapat membantu dalam mengambil keputusan investasi dengan menilai perusahaan.