

Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Keluarga dan Tata Kelola Terhadap Kebijakan *Cash Holdings* Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014 – 2016

Rhezendy Pranadita, Iman Harymawan

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga

Email : harymawan.iman@feb.unair.ac.id*

Dikirim : 6 September 2020

Diterima : 10 Maret 2021

ABSTRACT

This study aims to examine cash holdings and corporate governance in family firms. This study uses 1023 samples from various industrial sectors listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) except for the industrial sector coded SIC 6 for the period 2014-2016. To find out how cash holdings and corporate governance in family firms are used multiple linear regression (OLS) which has gone through the winsorize and ant-heteroscedasticity processes. This study found that the number of cash holdings has increased with the existence of family share ownership in the company. Companies controlled by family can be more efficient than public companies in general because of the low agency conflicts and centralized ownership allow them to have strong monitoring so as to prevent tunneling activities. The increase in cash holdings also increased in line with the increasing number of commissioners. The results of this study are expected to provide an overview to the company about how cash holdings and corporate governance are in family companies.

Keywords: Cash Holdings, Corporate Governance, Family Firms

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti cash holdings dan tata kelola perusahaan pada perusahaan keluarga. Penelitian ini menggunakan 1023 sampel dari berbagai sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX) kecuali sektor industri berkode SIC 6 periode 2014-2016 untuk meneliti bagaimana cash holdings dan tata kelola perusahaan pada perusahaan keluarga. Untuk mengetahui bagaimana cash holdings dan tata kelola perusahaan pada perusahaan keluarga digunakan regresi linier berganda (OLS) yang telah melewati proses winsorize dan ant-heteroskedastisitas. Penelitian ini menemukan bahwa jumlah cash holdings mengalami peningkatan dengan adanya kepemilikan saham keluarga pada perusahaan. Perusahaan yang dikuasai keluarga dapat lebih efisien dibandingkan dengan perusahaan publik pada umumnya

karena *agency conflict* yang rendah dan kepemilikan terpusat memungkinkannya memiliki monitoring yang kuat sehingga bisa mencegah aktifitas tunneling. Peningkatan *cash holdings* juga meningkat seiring semakin meningkatnya jumlah komisaris. Hasil dari penelitian ini diharapkan memberikan gambaran kepada perusahaan mengenai bagaimana *cash holdings* dan tata kelola perusahaan pada perusahaan keluarga.

Keywords: *Cash holdings*, Tata Kelola Perusahaan, Perusahaan Keluarga

A. PENDAHULUAN

Kas merupakan aset perusahaan paling likuid yang berfungsi sebagai darah perusahaan dalam menggerakkan operasi rutin. Kebijakan perusahaan untuk memegang kas merupakan langkah untuk melindungi perusahaan dari *cash shortfall* (kekurangan kas). Semakin besar ketidakpastian atau volatilitas dari *cash flow* perusahaan, maka semakin besar kemungkinan terjadinya kekurangan kas operasional yang dapat mengakibatkan *financial distress* yaitu adalah kondisi dimana perusahaan mengalami kesulitan keuangan sebelum terjadinya kebangkrutan, sehingga perusahaan terdorong untuk memegang kas dalam jumlah yang lebih besar (Dittmar dan Mahrt-Smith, 2007).

Di dalam perusahaan, kebijakan *cash holdings* memegang peran penting dalam pengelolaan keuangan dan pertumbuhan operasi perusahaan. *Cash holdings* dapat digunakan untuk beberapa hal, antara lain untuk keperluan rutinitas perusahaan, menjaga tingkat *credit rating* perusahaan, melakukan investasi atau menyimpannya untuk kepentingan perusahaan di masa depan. Kas bisa menjadi berkah atau kutukan bagi perusahaan. Penelitian yang dilakukan Im tahun 2017 menemukan perusahaan dengan *cash holdings* yang tinggi akan menghadapi ketidakpastian yang juga tinggi dan meningkatkan *cash holdings* berarti meningkatkan resiko munculnya *agency problems*.

Corporate governance (tata kelola perusahaan) merupakan salah satu elemen kunci untuk meningkatkan efisiensi ekonomis, yang meliputi serangkaian hubungan antara manajemen perusahaan, dewan komisaris, pemegang saham, dan *stakeholders* lainnya. *Corporate governance* juga memberikan suatu struktur yang memfasilitasi penentuan sasaran-sasaran dari suatu perusahaan, dan sebagai sarana untuk menentukan teknik monitoring kinerja

Cash holdings erat kaitannya dengan *corporate governance*. Hasil dari penelitian Kusnadi tahun 2011 menemukan perusahaan dengan tata kelola yang kurang efektif menunjukkan kecenderungan untuk memiliki *cash holdings* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tata kelola efektif. *Cash holdings* yang tinggi akan berimplikasi pada timbulnya *agency conflict* sehingga menurunkan nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki tata kelola baik akan membuat *cash holdings* lebih rendah pada

akhir periode. Hal ini dikarenakan kas yang dimiliki lebih digunakan untuk investasi daripada diakumulasi hingga akhir tahun (Dittmar dan Mahrt-Smith, 2007).

Salah satu permasalahan yang kerap dihadapi perusahaan keluarga adalah terkait *cash holdings*. Penelitian yang dilakukan Liu *et al.*, pada tahun 2014 menemukan bahwa perusahaan keluarga dengan hak kontrol yang lebih banyak akan mengelola kas yang lebih tinggi dan tingginya kas menyebabkan pemegang saham ingin mengelola sendiri daripada diinvestasikan atau dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen. Pada perusahaan keluarga, CEO pewaris berusaha untuk mempertahankan *cash holdings* yang lebih tinggi daripada CEO pendiri dan *cash holdings* lebih tinggi akan dijumpai jika CEO dijabat oleh pihak luar (non-keluarga) daripada CEO dari pihak keluarga.

Perusahaan keluarga merupakan salah satu fenomena yang lazim dijumpai di negara berkembang seperti Indonesia (Muttakin *et al.*, 2015). Penelitian yang dilakukan Classens *et al.*, (2000) menemukan bahwa pada tahun 1996 kapitalisasi pasar saham oleh keluarga di Indonesia mencapai 57,7%. Dikutip dari Indonesia Brand Forum, perusahaan keluarga juga memiliki kontribusi yang sangat strategis terhadap perekonomian Indonesia. Sebesar 95% perusahaan di Indonesia dimiliki oleh keluarga dengan omset sekitar US\$ 5-10 juta dengan total kekayaan mencapai US\$ 134 miliar atau sekitar 25% dari produk domestik bruto Indonesia (PWC, 2015; PWC 2014). Penelitian ini menemukan bahwa jumlah *cash holdings* mengalami peningkatan dengan adanya kepemilikan saham keluarga pada perusahaan. Perusahaan yang dikuasai keluarga dapat lebih efisien dibandingkan dengan perusahaan publik pada umumnya karena *agency conflict* yang rendah dan kepemilikan terpusat memungkinkannya memiliki *monitoring* yang kuat sehingga bisa mencegah aktifitas *tunneling* yaitu mentransfer aset dan keuntungan keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham mayoritas.

Peningkatan *cash holdings* juga meningkat seiring semakin meningkatnya jumlah komisaris. Selain itu dengan tingginya tingkat *cash holdings* memungkinkan bagi perusahaan untuk melakukan investasi di lain bidang yang dapat menambah peluang dan keuntungan bagi para pemegang saham.

Variabel dependen yang digunakan pada penelitian ini adalah *cash holdings*, sedangkan variabel independen yaitu Perusahaan Keluarga dan Tata Kelola Perusahaan yang ditinjau dari Ukuran Komisaris, Ukuran direktur, Komisaris Independen dan Direktur Independen. Selain itu, variabel kontrol untuk penelitian ini meliputi Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, *return on assets*, Hutang Tahun Berjalan dan Hutang Tahun Lalu. Sampel penelitian diambil dari perusahaan yang terdaftar di IDX tahun 2014-2016 sejumlah 1023 perusahaan setelah dikecualikan dari sektor berkode SIC 6. Data penelitian diperoleh dari Orbis dan IDX berupa laporan keuangan, laporan tahunan, dan ringkasan kinerja perusahaan atau ICMD.

Berdasarkan hasil temuan sebelumnya, topik ini menarik untuk diteliti sebab pada penelitian ini menguji bagaimana hubungan antara sistem tata kelola pada perusahaan dengan *cash holdings* pada perusahaan keluarga yang cenderung memiliki tujuan strategis tertentu. Terlebih lagi, *setting* di Indonesia juga ditemukan banyaknya jumlah perusahaan keluarga, sehingga hasil ini penting bagi *stakeholder* dan *investor* dalam penilaian untuk berinvestasi pada perusahaan keluarga.

Penelitian ini menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan keluarga dan tata kelola perusahaan terhadap kebijakan *cash holdings* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2014-2016.

Sistematika penulisan menjelaskan bagian 1 mengenai pendahuluan; bagian 2 mengenai penelitian sebelumnya dan perumusan hipotesis; bagian 3 berisi data dan pengukuran sampel yang digunakan; bagian 4 berisi analisis dan pembahasan; bagian 5 berisi kesimpulan, batasan, dan saran penelitian.

B. KAJIAN LITERATUR

Landasan Teori

Teori Keagenan (Agency Theory)

Masalah keagenan (*agency problem*) pada awalnya dieksplorasi oleh Ross (1973), sedangkan eksplorasi teoritis secara mendetail dari teori keagenan pertama kali dinyatakan oleh Jensen and Meckling (1976) yang menyebutkan manajer suatu perusahaan sebagai “agen” dan pemegang saham “principal”. Pemegang saham yang merupakan principal mendelegasikan pengambilan keputusan bisnis kepada manajer yang merupakan perwakilan atau agen dari pemegang saham. Seringkali perbedaan tujuan agen dan principal membuat mereka mengambil tindakan yang cenderung menguntungkan masing-masing pihak yang akhirnya menimbulkan konflik kepentingan dimana ini disebut sebagai konflik keagenan tipe satu. Konflik keagenan juga bisa timbul dari *blockholder* (pemegang saham besar) dan pemegang saham besar. Dimana pemegang saham besar yang memiliki hak control penuh akan perusahaan cenderung melakukan aktifitas yang menguntungkan dirinya tanpa memperhitungkan pemegang saham kecil.

Permasalahan yang muncul sebagai akibat sistem kepemilikan perusahaan seperti ini bahwa adalah agen tidak selalu membuat keputusan-keputusan yang bertujuan untuk memenuhi kepentingan terbaik principal. Salah satu asumsi utama dari teori keagenan bahwa tujuan *principal* dan tujuan agen yang berbeda dapat memunculkan konflik karena manajer perusahaan cenderung untuk mengejar tujuan pribadi, hal ini dapat mengakibatkan kecenderungan manajer untuk memfokuskan pada proyek dan investasi perusahaan yang menghasilkan laba yang tinggi dalam jangka pendek daripada memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui investasi di proyek-proyek yang menguntungkan jangka panjang.

Kepemilikan Kas (*Cash Holdings*)

Cash adalah salah satu bagian dari banyak aset yang dewasa ini paling *liquid* dan paling mudah berpindah tangan dalam transaksi. *Cash holdings* atau kepemilikan kas dapat digunakan untuk transaksi seperti untuk pembayaran gaji atau upah, pembelian aktiva tetap, membayar utang, membayar dividend dan transaksi lain yang diperlukan perusahaan. *Cash* adalah sebuah aset yang tidak dapat menghasilkan sebuah “keuntungan”, maksudnya tidak sanggup untuk keuntungan langsung dalam operasional perusahaan. Oleh karena itu, upaya-upaya perlu pemanfaatan manajemen *cash* yang efektif dan efisiensi *cash* yang optimal (Harjito dan Martono, 2005).

Cash terdiri atas koin, uang kertas, cek, *money order* (wesel atau kiriman uang melalui pos yang lazim berbentuk draft bank atau cek bank), dan uang tunai di tangan atau simpanan di bank atau semacam deposito. Aturan yang berlaku umum di bank adalah jika bank menerima untuk disimpan di bank, maka itulah kas. Menurut Retno Prasetyorini dalam Hussen (2013) *cash* adalah pembayaran yang siap dan bebas digunakan untuk kegiatan umum perusahaan. Kas dapat berupa uang tunai atau deposito di Bank untuk segera dan diterima sebagai alat pembayaran sesuai dengan jumlahnya.

Perumusan Hipotesis

Perusahaan Keluarga dan Kebijakan *Cash Holdings*

Perusahaan keluarga memiliki *agency conflict* yang rendah karena kepemilikan dan pengelolaan dilakukan oleh pihak yang sama. *Agency conflict* yang rendah juga mampu mengurangi *agency cost* (Xu et al., 2015) (Jensen dan Meckling, 1976). Akan tetapi, pada perusahaan keluarga konflik keagenan tipe dua tidak dapat dihindari yaitu antara pemegang saham besar (*blockholder*) dan pemegang saham minoritas (kecil).

Salah satu kriteria perusahaan keluarga adalah hak voting perusahaan tersebut dimiliki 50% atau lebih dari anggota keluarga yang berhubungan oleh darah atau karena pernikahan (Debicki et al., 2016). Perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga umumnya bersifat *cross-holding* dimana pemegang saham keluarga atau saudara dalam satu keluarga besar juga menempati posisi pada jajaran komisaris dan jajaran eksekutif (Kim et al., 2011).

Menurut Liu et al., (2014) dalam penelitiannya “Perusahaan Keluarga dan *Cash Holdings* Perusahaan: Studi dari Cina”, menemukan bahwa perusahaan keluarga dengan hak kontrol yang lebih banyak akan mengelola kas yang lebih tinggi dan tingginya kas menyebabkan pemegang saham ingin mengelola sendiri daripada diinvestasikan atau dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen.

Selain itu kebijakan memegang uang perusahaan keluarga adalah hasil yang tidak spesifik pada nilai tertentu melainkan pada tujuan strategis perusahaan (Duran et al., 2016). Bahkan menurut studi yang dilakukan di Pakistan, kepemilikan keluarga memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *cash holdings* perusahaan dan ukuran perusahaan memiliki

nilai negatif dan efek signifikan pada *cash holdings* perusahaan (Khalil, 2015). Berdasarkan penemuan terdahulu, maka rumusan hipotesis pertama sebagai berikut:

H1: Perusahaan keluarga memiliki cash holdings yang lebih tinggi.

Tata Kelola Perusahaan dan Kebijakan Cash Holdings

Menurut Nuryaman (2008) *corporate governance* (tata kelola) merupakan salah satu elemen kunci untuk meningkatkan efisiensi ekonomis, yang meliputi serangkaian hubungan antara manajemen perusahaan, dewan komisaris, pemegang saham, stakeholders lainnya. *Corporate governance* merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan (Herawaty, 2008).

Sedangkan menurut *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI, 2004) *corporate governance* merupakan seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan. *Corporate governance* juga merupakan suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang diharapkan dapat memberikan dan meningkatkan nilai perusahaan kepada para pemegang saham (Siallagan, 2006). Dalam penelitian ini mekanisme *corporate governance* dilihat dari, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, proporsi dewan komisaris independen, ukuran dewan komisaris.

Pada penelitian sebelumnya yang dilakukan pada perusahaan *high-tech*, keberadaan direktur independen pada perusahaan cenderung diikuti kepemilikan *cash holding* yang lebih rendah, sebab direktur independen diharapkan memiliki peran untuk bertindak untuk melakukan *monitoring* (Iyer et al., 2020). Tak hanya itu, keberadaan *independent commissioner* pada perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki hubungan negatif dengan *agency cost* karena mereka cenderung mengutamakan kepentingan *shareholders* dengan memaksimalkan resources milik perusahaan (Mardjono & Chen, 2020).

Selain itu penemuan Kuan et al. (2011) dalam mengestimasi hubungan antara *good corporate governance* dengan *cash holding policy* dalam *family firm* menggunakan *chair duality*, *board size* dan *board independent* sebagai dimensi dari *good corporate governance*. Analisis pengaruh dilakukan pada panel *Comparable firms* yang dengan kategori *family firm* dan *non-family firm*. Teknik analisis menggunakan regresi berganda. Sample yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar di TEJ Taiwan tanpa memakai industri jasa layanan keuangan. Tahun 1997-1998. Hasil dari penelitian ini terdapat perbedaan pengaruh *board size* dan *board independent* terhadap *cash holding* antara *family firm* dengan *non-family firm*. *Duality chair* tidak terdapat perbedaan diantara keduanya. Sedangkan

korelasinya *GCG board size* dan *board independent* dengan *cash holding* berhubungan positif.

Perusahaan yang memiliki *corporate governance* baik akan membuat *cash holding* akan lebih rendah pada akhir periode. Hal ini dikarenakan kas yang dimiliki lebih digunakan untuk investasi daripada diakumulasi hingga akhir tahun. Sehingga, perusahaan yang memiliki *corporate governance* yang baik akan memuat nilai perusahaan lebih tinggi karena penggunaan *excess cash holding* untuk investasi (Dittmar dan Mahrt-Smith, 2007).

Keberadaan *cash holdings* yang tinggi juga bisa menjadi indikasi tata kelola yang buruk. Penelitian yang dilakukan Kusnadi (2011) menemukan perusahaan dengan tata kelola yang kurang efektif menunjukkan kecenderungan untuk mengakumulasi kasnya. Melalui beberapa penelitian terdahulu, penelitian ini merumuskan hipotesis sebagai berikut:

(H2a) Jumlah direktur perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kenaikan atau penurunan *cash holdings*.

(H2b) Jumlah direktur Independen memiliki pengaruh terhadap penurunan *cash holdings*.

(H2c) Jumlah komisaris memiliki pengaruh terhadap kenaikan *cash holdings*

(H2d) Jumlah komisaris independen tidak memiliki pengaruh terhadap kenaikan atau penurunan *cash holdings*.

C. PELAKSAAAN DAN METODE

Sampel dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan 1023 perusahaan dari tahun 2014-2016 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX) dan terdiri dari berbagai sektor industri kecuali perusahaan yang memiliki kode SIC 6 yang meliputi sektor keuangan, perumahan (*real estate*) dan perbankan periode. Sektor industri 6 dikecualikan karena perusahaan SIC 6 memiliki *nature* laporan keuangan yang berbeda dari perusahaan dari industri yang lainnya.

Penelitian ini menggunakan dua sumber data yaitu dari Orbis dan Bursa Efek Indonesia (IDX). Data yang didapatkan dari Orbis adalah variabel dependen meliputi *cash holdings* (CASH) dan beberapa variabel kontrol. Sedangkan data yang di unduh melalui IDX (Indonesia Stock Exchange) atau BEI (Bursa Efek Indonesia) meliputi laporan keuangan (*financial report*), laporan tahunan (*annual report*), jumlah komisaris dan direktur (*DIRSIZE*), jumlah komisioner (*COMSIZE*), direktur independen (*INDCOM*) dan jumlah direktur (*DIRSIZE*) dan ringkasan kinerja perusahaan atau ICMD (*Indonesia Capital Market Directory*) digunakan untuk mencari variabel yang datanya tidak ditemukan di Orbis.

Dari Orbis didapatkan sebanyak 1655 perusahaan untuk tahun 2014-2016 yang selanjutnya dijadikan sebagai acuan untuk melakukan collect data manual variabel Perusahaan Keluarga (*FF*). Kemudian data-data tersebut yang meliputi data Orbis dan *collect manual* digabungkan di dalam aplikasi STATA 14. Kemudian aplikasi STATA 14 melakukan eliminasi berdasarkan ketidaklengkapan maupun ketidaksesuaian data sehingga

tersisa sebanyak 1023 sampel perusahaan yang siap diregresi. Detail definisi variabel operasional, pengukuran, dan sumber data bisa dilihat pada Lampiran 1.

Perusahaan Keluarga

Pada penelitian ini perusahaan keluarga merupakan variabel independen yang berbentuk dummy. Penentuan perusahaan keluarga diukur berdasarkan jabatan direktur maupun komisaris yang dimiliki oleh beberapa anggota keluarga yang memiliki nama marga yang sama (Zhou et al., 2017). Jika sudah sesuai dengan kriteria yang ditentukan perusahaan akan diberi nilai 1 untuk perusahaan keluarga dan nilai 0 untuk perusahaan non-keluarga.

Berdasarkan referensi SEOJK Nomor 30-SEOJK.04-2016: Laporan Tahunan Perusahaan Publik sudah dijelaskan mengenai keberadaan afiliasi dalam laporan tahunan di bagian profil direktur maupun komisaris yang diasumsikan yang memiliki nama marga yang sama adalah satu keluarga. Selain itu, untuk menambahkan bukti keakuratan hasil regresi penelitian ini, juga dilakukan regresi dengan menggunakan definisi perusahaan dari segi kepemilikan saham minimal sebesar 5%. yang digabungkan dengan definisi perusahaan dari segi jabatan (Zhou et al., 2017).

Cash Holdings

Pada penelitian ini *cash holdings* merupakan variabel dependen yang diukur menggunakan pendekatan *cash* dan *cash equivalent*. Hal tersebut berdarkan dengan penelitian dari oleh (Liu et al., 2015). Keseluruhan data cash holding diperoleh dari Orbis.

Tingkat *cash holding* perusahaan diukur berdasarkan rasio kas dan setara kas terhadap total aset. Perubahan dalam *cash holdings* dihitung sebagai perubahan dalam kas dan setara antara tahun t dan $t - 1$ dibagi dengan total aset pada akhir tahun t .

Penelitian ini menggunakan *Ordinary Least Regression* untuk menguji hipotesis. Model regresi yang digunakan untuk menguji hipotesis pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{CASH} &= \alpha + \beta 1FF + \beta 2DIRSIZE + \beta 3INDDIR + \beta 4COMSIZE \\ &+ \beta 5INDCOM + \beta 6FSIZE + \beta 7GROWTH + \beta 8ROA \\ &+ \beta 9LEV + \beta 10LEV_Lag + \beta 11CONSTANT + \beta 12YEAR \\ &+ \beta 13INDUSTRY + \varepsilon \end{aligned}$$

Penelitian ini menggunakan *proxy* perusahaan keluarga yang utama dari jabatan direktur atau komisaris oleh lebih dari anggota keluarga yang sama (ditandai dengan nama marga) sedangkan pada *proxy* tambahan adalah gabungan dari jabatan dan kepemilikan saham oleh anggota keluarga minimal 5%.

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Distribusi Sampel

Tabel 1 menunjukkan distribusi sampel berdasarkan kode SIC, Perusahaan keluarga paling banyak dijumpai pada sektor industri 1 (pertambangan) yang berjumlah 44 perusahaan. Hal tersebut dimungkinkan karena perusahaan ingin menggunakan kepemilikan keluarga untuk mempertahankan dominasinya di industri tersebut dan menghambat masuknya pesaing.

Tabel 1 : Distribusi Sampel

SIC	INDUSTRI	FF		NON-FF		TOTAL	
		N	%	n	%	n	%
0	Kehutanan dan Perikanan	4	10%	38	90%	42	100%
1	Pertambangan	44	27%	118	73%	162	100%
2	Konstruksi	38	16%	204	84%	242	100%
3	Manufaktur	33	19%	145	81%	178	100%
4	Transportasi, Komunikasi dan Utilitas	25	14%	150	86%	175	100%
5	Perdagangan Grosir dan Eceran	12	11%	94	89%	106	100%
7	Industri Jasa	22	24%	68	76%	90	100%
8	Kesehatan, Layanan Hukum dan Pendidikan dan Konsultasi	2	7%	26	93%	28	100%
TOTAL		180	18%	843	82%	1023	100%

Statistik Deskriptif

Penelitian ini menggunakan berbagai macam variabel yang dijelaskan lebih spesifik pada bagian lampiran. Hasil statistik deskriptif dapat dilihat secara detail di tabel 2. Statistik deskriptif menunjukkan CASH memiliki nilai rata-rata 0.090, nilai tengah (*median*) sebesar 0.053. Nilai minimum 0.001 dan nilai maksimum 0.523. FF atau perusahaan ditampilkan memiliki nilai rata-rata 0.176, nilai tengah (*median*) sebesar 0.000. Nilai minimum 0.000 dan nilai maksimum 1.000.

DIRSIZE adalah jumlah keseluruhan direktur perusahaan dalam satu tahun buku dan merupakan salah satu proxy pengukuran dari variabel independen tata kelola perusahaan dalam penelitian ini. Nilai rata-rata yang dimiliki 4.708, nilai tengah (*median*) sebesar 4.000. Nilai minimum 2.000 dan nilai maksimum 16.000 untuk perusahaan keluarga. Untuk variabel INDDIR memiliki nilai rata-rata 15.560, nilai tengah (*median*) sebesar 16.667. Nilai minimum 0.000 dan nilai maksimum 66.667.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	RATA-RATA	MEDIAN	MINIMAL	MAKSIMAL
<i>CASH</i>	0.090	0.053	0.001	0.523
<i>FF</i>	0.176	0.000	0.000	1.000
<i>DIRSIZE</i>	4.708	4.000	2.000	16.000
<i>INDDIR</i>	15.560	16.667	0.000	66.667
<i>COMSIZE</i>	4.238	4.000	1.000	22.000
<i>INDCOM</i>	37.739	33.333	0.000	100.000
<i>T ASSET</i>	7,797,000,000,000	2,288,000,000,000	23,182,051	85,500,000,000,000
<i>GROWTH</i>	0.107	0.056	-0.369	2.157
<i>ROA</i>	3.534	3.050	-38.410	48.340
<i>LEV</i>	0.533	0.498	0.030	2.907
<i>LEV Lag</i>	0.531	0.498	0.037	2.907

Variabel COMSIZE menunjukkan nilai rata-rata 4.238, nilai tengah (*median*) sebesar 4.000. Nilai minimum 1.000 dan nilai maksimum 22.000. Sedangkan INDCOM memiliki nilai rata-rata 37.739, nilai tengah (*median*) sebesar 33.333. Nilai minimum 0.000 dan nilai maksimum 100.000.

Korelasi Pearson

Hasil uji korelasi pearson pada tabel 3 menunjukkan hubungan signifikan yang ditandai dengan tanda bintang (*) menunjukkan hubungan saling berpengaruh. Terdapat 3 macam tanda bintang satu (*), bintang dua (**), dan bintang tiga (***) yang menunjukkan hasil hubungan yang semakin kuat seiring bertambahnya jumlah bintang. Tanda negatif menunjukkan hubungan berbalik arah dan tanda positif menunjukkan hubungan searah.

Variabel yang berpengaruh signifikan pada *variable CASH* positif signifikan berjumlah 5 variabel (*FF*, *DIRSIZE*, *COMSIZE*, *GROWTH*, *ROA*), dimana variabel-variabel tersebut akan mengalami kenaikan searah dengan kenaikan variabel *CASH*. Sedangkan variabel yang berpengaruh pada *CASH* negatif signifikan berjumlah 3 variabel (*LEV*, *LEV_LAG*, *INDDIR*) dimana saat variabel-variabel tersebut meningkat, variabel *CASH* akan menurun atau bias dikatakan ada hubungan berbalik arah. Akan tetapi, variabel-variabel lain yang tidak signifikan tidak bisa diketahui pengaruhnya terhadap *CASH*.

Tabel 3
Korelasi Pearson

	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]	[11]
[1] <i>CASH</i>	1.000										
[2] <i>FF</i>	0.072** (0.021)	1.000									
[3] <i>DIRSIZE</i>	0.089*** (0.004)	-0.121*** (0.000)	1.000								
[4] <i>INDDIR</i>	-0.078** (0.013)	0.070** (0.025)	-0.259*** (0.000)	1.000							
[5] <i>COMSIZE</i>	0.174*** (0.000)	-0.114*** (0.000)	0.458** (0.000)	-0.118*** (0.000)	1.000						
[6] <i>INDCOM</i>	-0.028 (0.378)	-0.026 (0.403)	0.022 (0.476)	0.159*** (0.000)	0.027 (0.396)	1.000					
[7] <i>FSIZE</i>	0.013 (0.684)	-0.228*** (0.000)	0.536*** (0.000)	-0.123*** (0.000)	0.504*** (0.000)	0.053* (0.090)	1.000				
[8] <i>GROWTH</i>	0.110*** (0.000)	-0.005 (0.861)	-0.010 (0.750)	-0.068** (0.029)	0.017 (0.589)	-0.054* (0.087)	0.038 (0.226)	1.000			
[9] <i>ROA</i>	0.306*** (0.000)	-0.066** (0.036)	0.180*** (0.000)	-0.040 (0.198)	0.154*** (0.000)	-0.037 (0.233)	0.130*** (0.000)	0.190*** (0.000)	1.000		
[10] <i>LEV</i>	-0.247*** (0.000)	-0.041 (0.194)	-0.046 (0.138)	-0.048 (0.126)	-0.043 (0.169)	0.083*** (0.008)	-0.003 (0.935)	-0.037 (0.235)	-0.263*** (0.000)	1.000	
[11] <i>LEV Lag</i>	-0.219*** (0.000)	-0.044 (0.158)	-0.048 (0.123)	-0.039 (0.214)	-0.043 (0.165)	0.104*** (0.001)	-0.009 (0.773)	-0.048 (0.122)	-0.188*** (0.000)	0.963*** (0.000)	1.000

Uji-T

Karakteristik perusahaan diukur menggunakan uji t (t-test) dengan membandingkan antara dua sampel bebas (*independent*) yang digunakan pada penelitian. *T-Test* pada penelitian ini dilakukan dengan membandingkan karakteristik perusahaan keluarga (FF) dan perusahaan non-keluarga.

Tabel 4
Karateristik Perusahaan

	PERUSAHAAN KELUARGA N = 180	NON- PERUSAHAAN KELUARGA N = 843	MEAN t-value	MEDIAN z-value
<i>CASH</i>	0.105	0.086	2.309**	0.608
<i>DIRSIZE</i>	4.206	4.815	-3.893***	-3.902***
<i>INDDIR</i>	17.742	15.094	2.242**	2.153**
<i>COMSIZE</i>	3.761	4.339	-3.681***	-4.112***
<i>INDCOM</i>	36.980	37.901	-0.837	-1.483
<i>FSIZE</i>	20.772	21.760	-7.497***	-7.445***
<i>GROWTH</i>	0.104	0.108	-0.175	-2.227**
<i>ROA</i>	1.875	3.888	-2.100**	-1.395
<i>LEV</i>	0.499	0.540	-1.299	-1.130
<i>LEV Lag</i>	0.495	0.538	-1.412	-1.213

Uji t pada Tabel 4 menunjukkan bahwa INDDIR (prosentase direktur independen) memiliki nilai yang lebih besar pada perusahaan keluarga. Sedangkan pada INDCOM (prosentase komisaris independen) nilai yang lebih besar berada pada perusahaan non-keluarga. Selain itu FSIZE (ukuran aset perusahaan) pada perusahaan non-keluarga juga lebih besar dibanding dengan perusahaan keluarga.

Regresi Linier Berganda (OLS)

Tabel 5 yang menampilkan hasil dari regresi berganda (OLS) antara variabel dependen *CASH* (*cash holdings*) dengan variabel independen FF (perusahaan keluarga) dan tata kelola yang diproxykan dengan empat variabel *DIRSIZE* (jumlah direktur), *INDDIR* (prosentase direktur independen), *COMSIZE* (jumlah komisaris), *INDCOM* (prosentase komisaris independen). Variabel FF menunjukkan hasil yang signifikan positif terhadap *cash holdings* sehingga (H1) diterima. Sedangkan tata kelola yang diwakili *INDDIR* menunjukkan hasil negatif signifikan dan *COMSIZE* menunjukkan hasil positif signifikan sehingga (H2b) dan (H2c) diterima. Sedangkan tata kelola yang diwakili *DIRSIZE* dan *INDCOM* menunjukkan hasil yang tidak signifikan sehingga (H2a) dan (H2d) di tolak. Hasil regresi tersebut mampu menggambarkan 18,4% dari 1023 sampel perusahaan.

Tabel 5
Perusahaan Keluarga dan Tata Kelola Perusahaan pada *Cash Holdings*

Variabel	<i>CASH HOLDINGS</i>	
	(1)	(2)
<i>FF</i>	0.022** (2.83)	0.022** (2.45)
<i>DIRSIZE</i>	0.001 (0.32)	0.001 (0.35)
<i>INDDIR</i>	-0.000** (-2.12)	-0.000** (-2.00)
<i>COMSIZE</i>	0.010*** (5.51)	0.010*** (5.46)
<i>INDCOM</i>	0.000 (0.54)	0.000 (0.52)
<i>FSIZE</i>	-0.007*** (-2.95)	-0.007*** (-2.62)
<i>GROWTH</i>	0.022** (2.18)	0.022 (1.41)
<i>ROA</i>	0.002*** (7.37)	0.002*** (6.16)
<i>LEV</i>	-0.053* (-1.79)	-0.053 (-1.64)
<i>LEV Lag</i>	0.007 (0.24)	0.007 (0.22)
<i>CONSTANT</i>	0.167*** (3.59)	0.167*** (3.29)
Dummy Tahun	Ya	Ya
Dummy Industri	Ya	Ya
R-Squared	0.184	0.184
Jumlah Sampel	1023	1023

Penelitian ini menemukan *cash holdings* yang diukur melalui rasio kas dan setara kas dibagi dengan total aset lebih tinggi jumlahnya pada perusahaan keluarga. Liu et al., (2015) menemukan bahwa peningkatan *cash holdings* pada perusahaan erat kaitannya dengan aktifitas *tunneling* (terselubung) para *blockholder* (pemegang saham besar). Keberadaan *cash holdings* memang sangat penting dalam struktur keuangan dan pertumbuhan perusahaan, tetapi peningkatan jumlah *cash holdings* juga akan meningkatkan konflik keagenan (Kuan et al., 2011).

Penelitian yang dilakukan Xu et al., (2008) menemukan perusahaan keluarga memiliki karakteristik unik salah satunya mampu menurunkan keberadaan konflik keagenan (tipe satu) dikarenakan pengawasan kuat melalui kepemilikannya yang terpusat. Konflik

keagenan yang dimaksud pada penelitian ini adalah konflik keagenan tipe dua dimana konflik keagenan timbul antara pemegang saham besar dan pemegang saham kecil karena konteks perusahaan keluarga, umumnya selain menguasai kepemilikan saham, keluarga juga menguasai manajemennya.

Pemegang saham mayoritas (besar) memiliki kecenderungan untuk memiliki *cash holdings* yang tinggi dan mengalihkannya untuk aktifitas terselubung yang menguntungkan mereka daripada digunakan untuk investasi dan membayar dividen. Kecenderungan melakukan aktifitas *tunneling* terjadi khususnya pada saat perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Kepemilikan yang semakin terkonsentrasi dan tingginya *cash holdings* perusahaan menjadi memicu peningkatan konflik keagenan tipe dua, yaitu antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas (Liu et al., 2015). Peningkatan konflik keagenan dapat berimplikasi pada penurunan nilai perusahaan. Akan tetapi peningkatan konflik keagenan juga memberikan keuntungan pengendalian pada pemegang saham mayoritas dimana mereka bias menunjukkan kekuatannya dalam menghadapi tekanan dari luar.

Penelitian ini memisahkan keberadaan dewan perusahaan menjadi dewan komisaris dan dewan direksi dikarenakan di Indonesia menganut *two tier system* atau *dual board*. Tata kelola yang diwakili INDDIR (prosentase direktur independen) memiliki pengaruh menurunkan jumlah *cash holdings* perusahaan dan COMSIZE (jumlah komisaris) memiliki pengaruh meningkatkan jumlah *cash holdings*. Sedangkan tata kelola yang diwakili COMSIZE (jumlah direktur) dan INDCOM (prosentase komisaris independen) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *cash holdings* perusahaan.

Keberadaan *cash holdings* yang tinggi bisa menjadi indikasi tata kelola yang buruk. Penelitian yang dilakukan Kusnadi pada tahun 2011 menemukan perusahaan dengan tata kelola yang kurang efektif menunjukkan kecenderungan untuk mengakumulasi kasnya. Peningkatan *cash holdings* seiring dengan meningkatnya jumlah dewan komisaris menunjukkan ketidak efektifan fungsi komisaris. Komisaris sebagai perwakilan pemegang saham yang dipilih melalui suara terbanyak dalam RUPS ternyata memiliki keberpihakan tinggi pada kepentingan pemegang saham mayoritas. Komisaris non-independen apabila juga memiliki saham pada perusahaan tentunya akan bertindak sejalan dengan apa yang menguntungkan dirinya (Kuan et al., 2011). Keberpihakan ini terlihat pada hasil regresi perusahaan keluarga dan dewan komisaris yang sama-sama memiliki pengaruh meningkatkan jumlah *cash holdings*.

Selain itu, ketika komisaris dan pemegang saham memiliki pemahaman yang sama, bukan tidak mungkin pemegang saham memberikan kepercayaan lebih kepada komisaris untuk menyimpan *cash holdings* yang tinggi demi mencegah hilangnya keuntungan kesempatan investasi dimasa depan (Kuan et al., 2012). Komisaris memilih untuk memiliki

jumlah *cash holdings* yang tinggi karena lebih minim resiko daripada pendanaan eksternal karena tidak adanya tekanan untuk pengembalian dana.

Keberadaan direktur independent (INDDIR) sebagai pengelola perusahaan yang bebas dari kepentingan pemegang saham nampaknya memperbaiki tata kelola perusahaan dengan memberikan pengaruh menurunkan jumlah *cash holdings*. Direktur independent bisa pula bergerak sebagai perwakilan dari pemegang saham minoritas. Direktur Independen yang mendapati pemegang saham mayoritas berusaha melakukan aktifitas *tunneling* terlebih ketika perusahaan berada pada kondisi keuangan yang sulit berusaha menghentikannya dengan mengurangi jumlah *cash holdings* ke berbagai aktifitas yang lebih bernilai tambah.

E. PENUTUP

Penelitian yang dilakukan terkait *cash holdings*, tata kelola dan perusahaan keluarga menemukan bahwa perusahaan keluarga memiliki *cash holdings* lebih tinggi. Perusahaan keluarga memiliki keunikan dibanding dengan bentuk kepemilikan lainnya salah satunya pada *cash holdings*. Keberadaan *cash holdings* yang tinggi disinyalir digunakan pemegang saham (keluarga) untuk membiayai aktifitas *tunneling* (terselubung) yang mengarah kepada keuntungan pribadi (keluarga).

Hasil menemukan bahwa jumlah direktur perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kenaikan atau penurunan *cash holdings*, Jumlah direktur Independen memiliki pengaruh terhadap penurunan *cash holdings*, Jumlah komisaris memiliki pengaruh terhadap kenaikan *cash holdings*, dan Jumlah komisaris independen tidak memiliki pengaruh terhadap kenaikan atau penurunan *cash holdings*. Keberadaan *cash holdings* yang tinggi seiring dengan peningkatan jumlah komisaris, dapat menjadi indikasi keselarasan antara manajemen dan pemegang saham. Komisaris sebagai perwakilan pemegang saham akan bertindak sejalan dengan kepentingan pemilik saham yang menguntungkan dirinya. Direktur independen berpengaruh menurunkan *cash holdings* dengan tujuan meminimalkan aktifitas *tunneling* yang merugikan pemegang saham minoritas.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, hasil temuan dapat berkontribusi secara akademis dengan menambah literatur yang berkaitan dengan sistem tata kelola perusahaan. Tak hanya itu, hasil penelitian ini memberikan bukti empiris dari teori keagenan dengan *agency problem* tipe II bahwa permasalahan akibat sistem kepemilikan perusahaan dapat timbul karena *agent* tidak selalu membuat keputusan-keputusan yang bertujuan untuk memenuhi kepentingan terbaik *principal*, dimana secara spesifik ditunjukkan dalam perusahaan keluarga dalam penelitian ini. Keterbatasan yang ditemukan diantaranya pengukuran perusahaan keluarga masih didasarkan pada pengukuran kepemilikan langsung minimal 5% padahal jika dilihat dari kepemilikan tidak langsung akan diperoleh data yang lebih banyak dan menarik. Minimnya pembahasan terkait aktifitas *tunneling* juga membuat penelitian ini jauh dari kata sempurna.

Cash holdings, tata kelola dan perusahaan keluarga adalah fenomena yang banyak ditemui di Indonesia akan tetapi penelitian terkait hal ini masih jarang dilakukan. Harapan penulis ada peneliti selanjutnya yang mampu memberikan gambaran lebih luas mengenai fenomena ini.

F. DAFTAR PUSTAKA

- Amore, M. D., Minichilli, A., & Corbetta, G. 2011. How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms?. *Journal of Corporate Finance*. 17(4): 1016-1027.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. 2003. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*. 58(3): 1301-1328.
- Anshori, M., & Iswati, S. 2009. *Buku Ajar Metodologi Penelitian Kuantitatif* (1st ed.). Surabaya: Pusat Penerbitan dan Percetakan Unair (AUP).
- Bank Indonesia. Penerapan Program Anti Pencucian Uang dan Pencegahan Pendanaan Terorisme Bagi Bank Perkreditan Rakyat dan Bank Pembiayaan Rakyat Syariah (2010). Indonesia: http://www.bi.go.id/id/peraturan/moneter/Pages/pbi_120310.aspx.
- Caprio, Lorenzo., Giudice, Alfonso Del., and Signori, Andrea. 2016. Cash holdings and family firms: the role of founders and heirs.
- Case, K. E., & Fair, R. C. 2007. *Prinsip-Prinsip Ekonomi* (8 buku 1). Eirlangga.
- Cheng, Q. 2014. Family firm research—A review. *China Journal of Accounting Research*. 7(3): 149-163.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. 2003. A unified systems perspective of family firm performance: An extension and integration. *Journal of Business Venturing*. 18(4): 467-472.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W., & Barnett, T. 2012. Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 36(2): 267-293.
- Cucculelli, M., & Micucci, G. 2008. Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. *Journal of Corporate Finance*. 14(1): 17-31.
- Debicki, B. J., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J., Pearson, A. W., & Spencer, B. A. 2016. Development of a socioemotional wealth importance (SEWi) scale for family firm research. *Journal of Family Business Strategy*. 7(1): 47-57.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*. 83(3): 599-634.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. 2003. International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 111-133.
- Durán, R. F., Lozano, M. B., & Yaman, S. 2016. Is family control relevant for corporate cash holding policy?. *Journal of Business Finance & Accounting*. 43(9-10): 1325-1360.
- Gujarati, D. R., & Porter, D. C. 2008. *Basic Econometrics* (5th ed.). Mc Graw Hill.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*. 87(3): 535-555.

- Harjito, A., dan Martono (2005). *Manajemen Keuangan*.
- Hillier, D., & McColgan, P. 2009. Firm performance and managerial succession in family managed firms. *Journal of Business Finance & Accounting*. 36(3-4): 461-484.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*. 76(2): 323-329.
- 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.
- Liu, Q., Luo, T., & Tian, G. G. 2015. Family control and corporate cash holdings: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*. 31: 220-245.
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. 2007 International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *The Review of Financial Studies*. 20(4): 1087-1112.
- Kuan, T. H., Li, C. S., & Chu, S. H. 2011. Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms. *Journal of Business Research*. 64(7): 757-764.
- Mardjono, E. S., Chen, Y. S., & He, L. J. 2020. Earning management and the effect characteristics of audit committee, independent commissioners: Evidence from Indonesia. *International Journal of Business and Society*. 21(2): 569-587.
- Matherne, C., Waterwall, B., Ring, J. K., & Credo, K. 2017. Beyond organizational identification: The legitimization and robustness of family identification in the family firm. *Journal of Family Business Strategy*. 8(3): 170-184.
- Mullins, W. and Schoar, A. 2016. How do CEOs see their roles? Management philosophies and styles in family and non-family firms, *Journal of Financial Economics*. 119(1): 24-43.
- Muttakin, M. B., Monem, R. M., Khan, A., & Subramaniam, N. 2015. Family firms, firm performance and political connections: Evidence from Bangladesh. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*. 11(3): 215-230.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*. 22(1): 435-480.
- Poczter, S., & Pepinsky, T. B. 2016. Authoritarian legacies in post–New Order Indonesia: Evidence from a new dataset. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*. 52(1): 77-100.
- Vasanth, K., Manjunath, T. G., & Raj, S. N. 2015. A decision based unsymmetrical trimmed modified winsorized mean filter for the removal of high density salt and pepper noise in images and videos. *Procedia Computer Science*. 54: 595-604.
- Zhou, H., He, F., & Wang, Y. 2017. Did family firms perform better during the financial crisis? New insights from the S&P 500 firms. *Global Finance Journal*. 33: 88-103.