



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Penelitian manajemen keuangan tidak hanya fokus pada manajemen keuangan jangka panjang seperti manajemen investasi dan struktur modal perusahaan. Akan tetapi, juga menaruh fokus pada keputusan keuangan jangka pendek seperti manajemen aset lancar dan kewajiban lancar yang dalam istilah keuangan biasa disebut sebagai manajemen modal kerja atau *working capital management* (WCM) (Faden, 2014). Menurut Smith (1980), manajemen modal kerja memiliki peran yang penting dalam profitabilitas, risiko perusahaan dan juga nilai perusahaan. Ketika perusahaan tidak dapat mengelola modal kerjanya dengan baik, dapat berakibat pada tidak maksimalnya nilai perusahaan karena pengelolaan aktiva dan pasiva yang kurang baik.

Manajemen modal kerja dapat dikatakan efektif apabila jumlah modal kerja perusahaan sesuai dengan jumlah optimal yang dibutuhkan, yakni tidak melebihi kebutuhan (*overinvestment*) ataupun kurang dari kebutuhan (*underinvestment*). Modal kerja yang melebihi kebutuhan dapat mengurangi nilai perusahaan karena terdapat *opportunity cost* perusahaan yang cukup signifikan. Kas berlebih yang diinvestasikan pada modal kerja tersebut seharusnya dapat dialokasikan ke investasi lain yang mampu meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan modal kerja yang kurang dari titik optimalnya dapat menimbulkan kerugian bagi perusahaan berupa *stock-out cost*.

Ernst dan Young (2012) pada laporan manajemen modal kerja dari 1.000 perusahaan kenamaan Amerika tahun 2011, mengungkapkan bahwa terdapat antara \$330 juta sampai \$590 juta dari total modal kerja bersih yang melebihi jumlah modal kerja optimum yang dibutuhkan oleh perusahaan. Jumlah ini sama dengan 3%-6% total penjualan mereka. Buchmann *et al.* (2008) berpendapat bahwa kemampuan dari modal kerja bersih sebagai sumber dana potensial dalam menunjang pertumbuhan perusahaan sering diabaikan oleh sebagian besar perusahaan. Ia juga memberikan suatu contoh dimana terdapat sebuah perusahaan yang memotong modal kerjanya sebesar 30 persen dan mengalokasikan dana tersebut untuk membiayai proyek akuisisi besar di Asia tanpa harus berhutang dan mengeluarkan dana terkait (bunga utang).

Dalam menentukan jumlah modal kerja yang optimal bagi suatu perusahaan, kita dapat membandingkannya dengan modal kerja perusahaan-perusahaan lain yang berada pada sektor industri yang sama. Penelitian yang dilakukan oleh Hawawini *et al.* (1986) menunjukkan bahwa karakteristik modal kerja perusahaan bergantung pada industri di mana perusahaan tersebut beroperasi. Dalam penelitiannya, perusahaan-perusahaan yang termasuk di dalam industri "*Computing Equipment*" secara rata-rata menginvestasikan 36 sen pada siklus operasi mereka agar dapat menghasilkan penjualan sebesar 1 dollar. Di beberapa industri, seperti "*Air Transportation*" dan "*Telephone*", secara rata-rata perusahaan menginvestasikan dana dalam jumlah yang sangat sedikit bahkan tidak sama sekali pada siklus operasi mereka dalam tujuan menghasilkan penjualan. Hill *et al.* (2010) juga mengungkapkan bahwa kebijakan modal kerja perusahaan-perusahaan manufaktur nampak jelas berbeda dari

perusahaan-perusahaan jasa karena sektor manufaktur umumnya memiliki tingkat persediaan yang tinggi dan sektor jasa umumnya tidak memiliki persediaan sama sekali. Karenanya, penelitian ini berfokus pada perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam sektor-sektor industri yang berada di bawah naungan sektor manufaktur.

Persediaan yang telah disebutkan sebelumnya merupakan salah satu komponen modal kerja perusahaan. Dan terkait dengan komponen-komponen yang menyusun modal kerja, terdapat perbaikan konsep modal kerja yang diikuti perubahan komponen-komponen yang termasuk di dalamnya. Fess (1966) mengungkapkan bahwa WCM kini tidak lagi dilihat sebagai suatu aspek dalam perusahaan yang peran utamanya adalah menjaga tingkat likuiditas dalam jumlah yang mencukupi saat dilakukannya likuidasi perusahaan. Menurut Faden (2014), sejak pertengahan abad ke-20, fokus perusahaan bergeser pada nilai *going-concern*-nya. Dan sejak saat itu, paradigma baru dari WCM adalah untuk mengoptimalkan siklus operasi perusahaan dan secara bersamaan memaksimalkan profitabilitas perusahaan. Dari perspektif *going-concern* ini, kelemahan dari rasio-rasio keuangan perusahaan yang sudah ada menjadi nampak: selain mengevaluasi apakah aset lancar dapat meng-*cover* kewajiban lancar, peneliti juga ingin membedakan perubahan jumlah dari masing-masing komponen aset lancar yang dikarenakan perubahan siklus operasi dan yang dikarenakan perubahan strategi keuangan perusahaan (Kaiser dan Young, 2009). Akan tetapi, rasio modal kerja bersih yang selama ini digunakan (selisih aset lancar dan kewajiban lancar) tidak memisahkan keduanya, karena komponen-komponen neraca yang sebagian besar terpengaruh oleh siklus operasi dan strategi keuangan perusahaan dilaporkan secara keseluruhan

(agregat) dalam akun masing-masing. Menurut Shulman *et al.* (1985), rasio-rasio ini mengabaikan pengaruh perubahan siklus operasi perusahaan pada likuiditas perusahaan dan pengaruh perubahan jumlah modal pada siklus operasi perusahaan. Sebagai contoh, perusahaan dapat meningkatkan cadangan kasnya terkait dengan rencana investasinya dan dengan begitu perubahan signifikan akan nampak pada rasio likuiditasnya.

Terkait dengan pembahasan diatas, dalam mewujudkan fokus *going concern*, perusahaan mengoptimalkan WCM-nya sebagai salah satu upaya memaksimalkan profitabilitas perusahaan. Profitabilitas perusahaan sendiri dapat dilihat dari kinerja pasar yang terlihat pada *return* perusahaan. Menurut Barber dan Lyon (1996), perhitungan abnormal return perusahaan harusnya dilakukan dengan mengurangi return *buy-and-hold* portofolio referensi dari return *buy-and-hold* perusahaan sample. Lebih lanjut lagi, penelitian mereka menemukan bahwa penggunaan *equally weighted market index* atau desil portofolio berdasarkan ukuran perusahaan, untuk menghitung abnormal return jangka panjang kurang tepat. Di Indonesia, portofolio indeks pasar (*market index*) yang sering digunakan adalah portofolio saham IHSG. Secara umum menurut Barber dan Lyon (1996), terdapat 3 alasan mengapa perhitungan tersebut kurang tepat: (1) Bias dari perusahaan-perusahaan *new listing*, dikarenakan pembentukan *market index* (portofolio referensi) menggabungkan perusahaan-perusahaan yang sudah *listing* dalam waktu yang cukup lama dengan perusahaan-perusahaan yang baru *listing* (2) Bias *rebalancing*, dikarenakan *compound return* dari portofolio referensi seperti *market index* (di Indonesia, IHSG), umumnya mengalami

rebalancing pada periode tertentu (umumnya bulanan), sedangkan perhitungan *compound return* perusahaan tidak (3) Bias *skewness*, dikarenakan akumulasi *abnormal return* jangka panjang memiliki *skew* positif.

Berbagai literatur mengungkapkan hubungan antara modal kerja dan kinerja perusahaan. Penambahan investasi pada modal kerja diharapkan akan memberi efek positif, khususnya bagi perusahaan dengan tingkat modal kerja yang rendah. Hal ini karena modal kerja mendorong perusahaan untuk tumbuh dengan dengan peningkatan penjualan dan pendapatan. Tingkat persediaan yang banyak sering dikaitkan dengan menurunnya biaya suplai (Blinder dan Maccini, 1991), memberikan perlindungan dari fluktuasi harga barang-barang input (Fazzari dan Petersen, 1993), dan meminimalkan kerugian penjualan dari kemungkinan *stock-out* (Corsten dan Gruen, 2004).

Akan tetapi, *overinvestment* pada modal kerja dapat memberikan efek yang berkebalikan dan dapat berakibat pada penurunan nilai bagi para pemegang saham. Seperti halnya investasi pada umumnya, peningkatan jumlah modal kerja membutuhkan tambahan pendanaan, yang kemudian berakibat pada timbulnya biaya pendanaan dan *opportunity costs* (Kieschnick et al., 2013). Karenanya, *ceteris paribus*, perusahaan yang memiliki tingkat modal kerja yang tinggi pada neracanya berpotensi menghadapi beban bunga yang tinggi dan risiko kebangkrutan. Maka dari itu, penurunan jumlah modal kerja bersih yang tidak dibutuhkan (jumlah yang melebihi jumlah optimal modal kerja perusahaan) dapat meningkatkan fleksibilitas keuangan perusahaan dalam jangka pendek dan dalam jangka panjang mengurangi kebutuhan pendanaan dalam membiayai aktivitas operasi harian perusahaan. Lebih jauh lagi,

perusahaan dengan fleksibilitas keuangan memiliki kemampuan yang lebih besar dalam mengambil berbagai kesempatan investasi (Denis dan Sibilkov (2010) dan Duchin *et al.* (2010)) .

Untuk kasus di Indonesia, Ermawati (2011) menguji pengaruh WCM terhadap kinerja dan risiko perusahaan pada 14 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI. Hasilnya, *working capital management* dilihat dari *cash conversion cycle* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja dan risiko perusahaan. Sedangkan tingkat keagresifan *working capital management* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja dan risiko perusahaan. Hal ini dikarenakan tingkat keagresifan *working capital management* menunjukkan *tradeoff* perusahaan terhadap profitabilitas dan likuiditas yang kemudian berdampak pada kinerja dan risiko perusahaan.

Penelitian lain di Indonesia yang menguji pengaruh WCM terhadap profitabilitas perusahaan dilakukan oleh Charitou *et al.* (2012). Penelitian yang dilakukan setelah terjadinya krisis keuangan global ini mengukur WCM dengan *Cash Conversion Cycle* (CCC) dan *Net Trade Cycle* yang kemudian terbukti berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan yang diukur dengan ROA (*Return on Assets*). Penelitian tersebut juga membuktikan bahwa tingkat risiko perusahaan yang dihitung dengan *debt ratio* memiliki hubungan negatif dengan ROA. Terkait dengan krisis keuangan global, Rozari *et al.* (2015) meneliti perbedaan pengaruh dari efisiensi modal kerja terhadap kinerja keuangan di Indonesia pada saat terjadinya krisis tersebut. Pengukuran dilakukan dengan menggunakan CCC dan kebijakan modal kerja (investasi dan pendanaan) pada profitabilitas yang diukur dengan ROA dan *market*

value yang dihitung dengan Tobin's Q. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan antara pengaruh CCC (dan komponen-komponennya) dan kebijakan modal kerja terhadap profitabilitas perusahaan pada periode terjadinya krisis dengan periode-periode lainnya. Sebaliknya, penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara pengaruh CCC (dan komponen-komponennya) dan kebijakan modal kerja terhadap nilai perusahaan pada periode perbandingan yang serupa. Penelitian ini mengindikasikan bahwa krisis keuangan global cenderung mendorong perusahaan untuk melakukan perubahan kebijakan modal kerja menjadi lebih efisien.

Sejauh ini, studi tentang manajemen modal kerja di Indonesia lebih fokus melihat pada hubungan yang linear antara tingkat modal kerja terhadap kinerja perusahaan, terlihat dari alat ukur yang digunakan yaitu nilai *cash conversion cycle* maupun proporsi *current asset*. Sedangkan secara teori, kebijakan modal kerja seharusnya memiliki hubungan yang tidak linear terhadap kinerja perusahaan, yaitu terdapat *trade off* antara kebijakan modal kerja yang terlalu agresif maupun yang konservatif. Hubungan yang tidak linear tersebut belum terakomodasi dalam penelitian yang sudah ada. Penelitian ini berusaha untuk memberikan kontribusi terkait dengan studi manajemen modal kerja dalam sedikitnya dua hal yaitu: (1) dalam mengukur modal kerja, penelitian ini menggunakan *excess* modal kerja, yaitu selisih antara modal kerja *actual* dengan modal kerja optimal. Sehingga pengaruh penambahan modal kerja terhadap kinerja pada perusahaan yang masih *underinvestment* dan *overinvestment* dapat di observasi. (2) selain kinerja, kebijakan modal kerja yang agresif juga akan

terkait dengan tingkat risiko, yaitu risiko fluktuasi biaya suplai, maupun *loss sale* karena kehabisan persediaan (stock). Sehingga, penelitian ini juga akan melihat pengaruh kebijakan modal kerja terhadap risiko perusahaan.

1.2. Rumusan Masalah

1. Apakah *excess* modal kerja berpengaruh terhadap kinerja perusahaan?
2. Apakah terdapat pengaruh yang tidak simetris antara *excess* modal kerja terhadap kinerja pada perusahaan yang mengalami *overinvestment* dan *underinvestment*?
3. Apakah *excess* modal kerja berpengaruh terhadap risiko perusahaan?
4. Apakah terdapat pengaruh yang tidak simetris antara *excess* modal kerja terhadap risiko pada perusahaan yang mengalami *overinvestment* dan *underinvestment*?

1.3. Tujuan Penelitian

1. Untuk mengetahui pengaruh *excess* modal kerja terhadap kinerja perusahaan.
2. Untuk mengetahui adanya kemungkinan pengaruh yang tidak simetris antara *excess* modal kerja terhadap kinerja perusahaan perusahaan yang *overinvestment* dan *underinvestment*.
3. Untuk mengetahui pengaruh *excess* modal kerja terhadap risiko perusahaan.

4. Untuk mengetahui adanya kemungkinan pengaruh yang tidak simetris antara excess modal kerja terhadap risiko perusahaan perusahaan yang *overinvestment* dan *underinvestment*.

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut :

1. Bagi pihak perusahaan (objek penelitian) dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dan informasi dalam proses pengambilan keputusan strategis untuk mengelola dan bahan pertimbangan untuk menjalankan serta memperbaiki kinerja keuangan.
2. Bagi akademisi, hasil penelitian ini dapat dipakai sebagai dasar untuk penelitian lebih lanjut tentang modal kerja terhadap kinerja dan risiko perusahaan pada perusahaan *overinvestment* dan *underinvestment* modal kerja.

1.5. Sistematika Skripsi

Adapun sistematika penulisan dalam penyusunan skripsi ini adalah sebagai berikut :

BAB 1: PENDAHULUAN

Merupakan pendahuluan yang menguraikan tentang latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan.

BAB 2: TINJAUAN PUSTAKA

Berisi landasan teori yang mendasari penelitian terdahulu yang sejenis dan kerangka pemikiran yang menggambarkan hubungan antar variabel penelitian serta hipotesis penelitian.

BAB 3: METODE PENELITIAN

Menguraikan diskripsi dari pendekatan penelitian, identifikasi variabel, definisi operasional, jenis dan sumber data, prosedur pengumpulan data, dan teknis analisis yang digunakan dalam penelitian.

BAB 4: HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan mengenai gambaran umum subyek dan obyek penelitian, deskripsi hasil penelitian, analisis model dan pengujian hipotesis, dan pembahasannya.

BAB 5: PENUTUP

Bab ini berisi kesimpulan dari hasil penelitian serta saran-saran.