

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Setiap perusahaan memiliki modal kerja optimum dengan nilai yang berbeda untuk setiap industrinya. Modal kerja optimum atau *target working capital* adalah titik keseimbangan antara profitabilitas dan risiko. Penyesuaian antara modal kerja aktual menuju *target working capital* ditentukan oleh nilai *speed of adjustment* yang dimoderasi oleh *financial constraint*.

Modal kerja merupakan jenis pendanaan jangka pendek perusahaan. Perannya sangat penting dalam menjamin kelangsungan aktivitas operasional perusahaan selama periode satu tahun atau kurang. Manajemen modal kerja terbagi menjadi dua yaitu investasi dan pembiayaan. Investasi modal kerja biasanya dikenal dengan aset lancar, yang terdiri dari kas atau setara kas, *marketable securities*, piutang, dan persediaan. Pembiayaan modal kerja adalah sumber dana yang digunakan untuk membiayai investasi modal kerja. Pembiayaan modal kerja terdiri dari utang lancar dan utang jangka panjang yang jatuh temponya kurang dari satu tahun.

Manajemen modal kerja bertujuan untuk mengelola aset lancar dan utang lancar agar tercapai keseimbangan antara profitabilitas dan risiko, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Gitman & Zutter, 2010). *Net working capital* merupakan selisih antara aktiva lancar dan pasiva lancar, jika nilainya positif berarti aktiva lancar lebih besar daripada pasiva lancar dan sebaliknya. *Net working capital* diharapkan bernilai positif agar dapat menjamin pembiayaan modal kerja.

Pengelolaan modal kerja baik pada investasi dan pembiayaan modal kerja didasarkan pada beberapa alternatif kebijakan yaitu kebijakan agresif, konservatif, dan moderat. Penerapan kebijakan antar-perusahaan dapat berbeda, yang pilihannya didasarkan pada karakteristik unik masing-masing perusahaan. Sebab suatu kebijakan belum tentu layak diterapkan ke perusahaan lainnya. Kebijakan agresif merupakan kepemilikan aktiva lancar yang rendah dan pasiva lancar yang tinggi. Kebijakan konservatif adalah kepemilikan aset lancar yang tinggi dan utang

lancar yang rendah. Kebijakan moderat adalah jumlah optimal yang berada di antara kebijakan agresif dan konservatif.

Modal kerja memiliki pengaruh besar pada tiga elemen perusahaan, yaitu kinerja, risiko, dan valuasi. Dalam pengelolaan modal kerja, terdapat *trade-off* antara profitabilitas dan risiko. Terlalu banyak investasi pada modal kerja dapat mengurangi kinerja perusahaan, juga akan mengurangi risiko (Setianto & Pratiwi, 2019), sedangkan nilai valuasi akan meningkat saat *net working capital* berkurang. Pengelolaan modal kerja yang efisien sangat penting diterapkan oleh perusahaan, khususnya yang menghadapi *financial constraint* atau dalam periode pemulihan ekonomi sebab terdapat *cheap debt* yang dapat memperkecil insentif perusahaan dalam meningkatkan manajemen modal kerja (Le & Le, 2019).

Manajemen modal kerja yang agresif memiliki signifikansi positif dengan nilai perusahaan (Laghari & Chengang, 2019). Semakin agresif kebijakan modal kerja, maka akan semakin tinggi pendapatan dan risiko. Jika kebijakan modal kerjanya konservatif, akan menghasilkan pendapatan dan risiko yang lebih rendah (Baños-Caballero et al., 2012). Terdapat hubungan negatif antara laba kotor dan siklus konversi kas, sehingga dalam menciptakan nilai untuk pemegang saham dapat dengan mengurangi nilai siklus konversi kas. Juga terdapat hubungan negatif antara utang dan profitabilitas, semakin lama membayar utangnya, perusahaan akan semakin tidak menguntungkan (Deloof, 2003). Nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui pengelolaan modal kerja secara efisien dengan pengurangan investasi modal kerja. Namun, hubungan ini dipengaruhi oleh *financing constraint*, efisiensi modal kerja secara signifikan menambah nilai perusahaan tapi tidak signifikan pada perusahaan yang tidak mengalami *financial constraints* (Wasiuzzaman, 2014).

Manajemen modal kerja selalu melibatkan *cash inflow* dan *cash outflow*. *Cash inflow* berasal dari imbal hasil dari investasi pada modal kerja, sedangkan *cash outflow* berfokus pada pembiayaan modal kerja yang mengharuskan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya pada pemilik modal. *Cash outflow* dapat dengan mudah diprediksi karena nilainya sudah pasti, namun *cash inflow* sulit untuk diidentifikasi sebab nilainya tidak tentu (Gitman & Zutter, 2010). Namun, beberapa penelitian menyebutkan meskipun nilai *cash inflow* tidak diketahui, setiap

perusahaan dapat dipastikan memiliki nilai optimal di suatu titik tertentu (Aktas et al., 2015; Laghari & Chengang, 2019; Le, 2019). Nilai optimal inilah yang disebut dengan *target working capital* yang merupakan titik keseimbangan antara biaya dan manfaat (Ahangar, 2020).

Penelitian keuangan perusahaan masih didominasi oleh keputusan pendanaan jangka panjang seperti struktur modal, teori dividen, dan valuasi perusahaan (Mathuva, 2014). Penelitian yang membahas pendanaan jangka pendek seperti modal kerja masih menjadi minoritas, namun sedang mengalami perkembangan. Penelitian modal kerja sebagian besar masih membahas tentang hubungan manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan, sampai dengan Baños-Caballero et al. (2013) menemukan untuk pertama kalinya mengulas *speed of adjustment* dari modal kerja, yang nilainya bergantung pada karakteristik perusahaan seperti kemudahan akses ke sumber dana eksternal dan kekuatan pasar.

Tingkat *speed of adjustment* terhadap *target working capital*, dapat berpengaruh pada keputusan kredit penjualan untuk meminimalisir terjadinya risiko (Ahangar, 2020). Dari penelitian terdahulu diketahui bahwa *speed of adjustment* tertinggi ada di Spanyol dengan nilai 0,87 (Baños-Caballero et al., 2013) yang diikuti Pakistan dengan nilai 0,65 (Shaikh et al., 2019). Sedangkan di *emerging market* nilainya masih tergolong rendah seperti di Kenya nilainya 0,44 (Mathuva, 2014) dan di India nilainya berkisar antara 0,25-0,40 (Ahangar, 2020).

Financial constraint dapat mempengaruhi aktivitas pembiayaan eksternal perusahaan. *Financial constraint* adalah keterbatasan suatu perusahaan untuk mendapatkan sumber dana eksternal. *Financial constraint* sering terjadi di *emerging market* yang mana memiliki karakteristik seperti tingkat bunga yang tinggi, tata kelola perusahaan yang buruk, ketidakstabilan politik, kekayaan yang tidak terdistribusi secara merata, dan pasar keuangan yang belum berkembang (Chauhan & Banerjee, 2018a).

Penelitian terdahulu yang membahas tentang *speed of adjustment*, *financial constraint*, dan *target working capital* adalah sebagai berikut. Penelitian Ahangar (2020) yang berjudul, “*Financial constraints and speed of working capital adjustment*” menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan sampel memiliki *target*

working capital, kecepatan penyesuaian modal kerja yang rendah, dan setiap sektor memiliki nilai penyesuaian yang bervariasi. Penelitian lain dari Mathuva (2014) dengan judul, “*An empirical analysis of the determinants of the cash conversion cycle in Kenya listed non-financial firms*” menyebutkan bahwa sampel memiliki *target CCC*, dengan nilai penyesuaian yang rendah, determinan *CCC* dipengaruhi oleh *firm-specific* dan *economy-wide* factors. Penelitian Chauhan & Banerjee (2018) dengan judul, “*Financial constraints and optimal working capital – evidence from an emerging market*” menemukan fakta bahwa perilaku sampel yang tidak mengejar target modal kerja secara aktif, yang mana perilaku ini tidak dapat dijelaskan oleh karakteristik spesifik perusahaan (*firm-specific*) secara sistematis.

Penelitian Baños-Caballero et al. (2012), “*How does working capital management affect the profitability of Spanish SMEs?*” menyatakan terdapat hubungan berbentuk *concave* antara tingkat modal kerja dan profitabilitas, yang mana *optimal working capital* dapat memaksimalkan profitabilitas, dan mengonfirmasi bahwa ketika modal kerja menjauhi titik optimumnya, profitabilitas akan turun. Penelitian lanjutannya yang berjudul, “*The speed of adjustment in working capital requirement*” menunjukkan bahwa kecepatan penyesuaian modal kerja relatif cepat, yang konsisten dengan gagasan awal bahwa *current balance sheet* dapat diganti dengan mudah untuk jangka pendek karena sebagian besar komponennya dalam kendali perusahaan yang lebih mudah dimanipulasi. Setiap perusahaan memiliki kecepatan penyesuaian yang berbeda-beda, beberapa hal yang ikut mempengaruhi nilainya adalah kemampuan perusahaan untuk mencari pendanaan dari sumber eksternal seperti pasar modal dan *bargaining power* (Baños-Caballero et al., 2013). Dua penelitian terdahulu dikonfirmasi dengan penelitian lanjutannya yang berjudul “*Working capital management, corporate performance, and financial constraints*”, hasilnya menunjukkan bahwa terdapat *inverted U-shaped* yang kuat dalam hubungan investasi modal kerja yang menyeimbangkan biaya dan manfaat dalam memaksimalkan nilai perusahaan, juga tingkat optimum mendapat nilai rendah saat perusahaan terdampak *financial constraints* (Baños-Caballero et al., 2014).

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan, maka rumusan masalah yang akan dibahas di penelitian ini sebagai berikut.

1. Apakah perusahaan melakukan penyesuaian tingkat modal kerja menuju *target working capital*?
2. Apakah *financial constraint* memoderasi *speed of adjustment* pada tingkat modal kerja menuju *target working capital*?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah yang telah dipaparkan, maka tujuan dari penelitian ini sebagai berikut.

1. Mengetahui eksistensi penyesuaian tingkat modal kerja menuju *target working capital* yang dilakukan oleh perusahaan.
2. Mengetahui peran *financial constraint* dalam memoderasi *speed of adjustment* pada tingkat modal kerja menuju *target working capital*.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan, antara lain:

1. Bagi manajemen perusahaan

Dapat digunakan untuk menambah informasi dalam mengambil keputusan terkait manajemen modal kerja dalam meningkatkan kinerja dan valuasi, serta meminimalkan risiko.

2. Bagi akademisi

Dapat digunakan sebagai tambahan informasi dan menjadi bahan referensi untuk penelitian lebih lanjut tentang *speed of adjustment*, *financial constraint*, dan *target working capital*.

1.5 Sistematika Penulisan

Penulisan penelitian ini disusun secara runtut yang terdiri dari lima bab sebagai berikut.

BAB I : PENDAHULUAN

Bab ini membahas fenomena masalah yang mencakup latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB 2 : TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini membahas landasan teori penelitian yaitu pengertian dan pengukuran penyesuaian tingkat modal kerja, pengertian dan pengukuran *speed of adjustment*, pengertian dan pengukuran *financial constraint*, tingkat penyesuaian modal kerja, dan peran *financial constraint* dalam memoderasi tingkat penyesuaian modal kerja. Bab ini juga membahas penelitian terdahulu, hipotesis penelitian, model analisis, dan kerangka berpikir.

BAB 3 : METODE PENELITIAN

Bab ini menguraikan pendekatan penelitian, identifikasi variabel penelitian, definisi operasional, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, proses penentuan sampel, dan teknik analisis yang digunakan dalam pengujian.

BAB 4 : ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini menguraikan objek penelitian yang digunakan penulis, langkah-langkah melakukan analisis data dalam pengujian hipotesis penelitian, dan pembahasan mengenai pengujian hipotesis penelitian.

BAB 5 : SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini terbagi menjadi simpulan yang didapatkan dari hasil penelitian yang sudah dilakukan serta saran bagi pihak-pihak terkait.