

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pengelolaan modal kerja adalah salah satu keputusan terpenting bagi perusahaan. Modal kerja akan menentukan operasional perusahaan sehari-hari yang mencakup kegiatan produksi, penjualan dan aktivitas komersial lainnya. Ketepatan dalam mengelola modal kerja akan menentukan kinerja perusahaan. Selama ini telah banyak penelitian yang membuktikan bahwa investasi pada modal kerja memiliki keterkaitan yang erat dengan kinerja perusahaan, diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Shin and Soenen (1998); Deloof (2003); Mohamed and Saad (2010); Aktas *et al.* (2015); Baños-Caballero-*et al.* (2014); Charitou *et al.* (2010); Setianto and Pratiwi (2019). Namun, perlu diketahui bahwa, manajemen modal kerja mencakup dua hal yaitu investasi dan pembiayaan modal kerja. Sejauh ini, belum banyak ditemukan studi empiris yang melihat keterkaitan antara kebijakan pembiayaan modal kerja dan kinerja perusahaan.

Menurut Baños-Caballero *et al.* (2016) cara perusahaan dalam membiayai modal kerjanya akan berdampak pada kinerjanya. Oleh karena itu, cara perusahaan dalam membiayai modal kerjanya juga merupakan salah satu aspek terpenting bagi suatu perusahaan selain investasi modal kerjanya. Dalam membiayai investasi pada modal kerjanya, perusahaan memiliki beberapa alternatif sumber pembiayaan, baik dari sumber pembiayaan jangka panjang maupun jangka pendek. Setiap jenis sumber pendanaan memiliki kelebihan dan kekurangan masing-masing disesuaikan dengan kondisi perusahaan (Altaf dan Ahmad, 2018). Secara teoritis, dalam menentukan strategi pembiayaan modal kerja, manajer keuangan dapat memilih strategi konservatif maupun agresif, dimana setiap pilihan tersebut memiliki dampak yang berbeda terhadap kinerja perusahaan.

Perusahaan yang memilih membiayai modal kerja dengan utang jangka pendek dengan porsi yang besar, memiliki beberapa dampak positif pada kinerja perusahaan. Di antaranya adalah, kredit jangka pendek dapat membangun hubungan dengan bank atau dengan pemberi pinjaman lain sehingga memperoleh

dana dengan biaya yang lebih murah karena tingkat bunga nominalnya lebih rendah untuk kredit jangka pendek (Jung dan Jeng, 2003). Pembiayaan jangka pendek juga dapat mengurangi masalah keagenan, karena dengan adanya hutang, maka ada pihak lain yaitu kreditur yang ikut mengawasi kinerja dari manajemen perusahaan (Baños-Caballero *et al.*, 2016). Selain itu, pembiayaan jangka pendek dapat menyelesaikan masalah kurangnya investasi karena adanya pembaruan kredit secara berkala, sehingga perusahaan yang membutuhkan pembiayaan untuk investasi dapat menerbitkan utang jangka pendek untuk meminimalisir terjadinya risiko kurang investasi dalam perusahaan tersebut (Ozkan, 2000).

Di sisi lain, ketergantungan yang lebih besar pada kredit jangka pendek juga dapat berdampak negatif pada kinerja perusahaan. Dampak negatif dari besarnya proporsi pembiayaan menggunakan hutang jangka pendek yakni munculnya *refinancing* dan risiko bunga. Perusahaan akan mengalami kesulitan untuk memperbarui pinjaman jangka pendeknya dan mungkin harus membayar suku bunga yang lebih tinggi ketika melakukan pinjaman baru, sehingga pembiayaan modal kerja dengan hutang jangka pendek memiliki dampak negatif pada kinerja perusahaan (Baños-Caballero *et al.*, 2016).

Dampak positif dan negatif dari penggunaan kredit jangka pendek untuk membiayai modal kerja tergantung pada proporsi kredit jangka pendek yang digunakan, sehingga terjadi trade-off. Ketika persentase modal kerja yang dibiayai oleh kredit jangka pendek belum mencapai titik optimal, kinerja perusahaan dapat meningkat karena manfaatnya melebihi biaya sehingga terdapat dampak positif pada kinerja perusahaan. Sebaliknya, ketika persentase pembiayaan modal kerja telah melewati batas titik optimal, biaya yang timbul mungkin melebihi manfaatnya, sehingga kinerja perusahaan dapat terpengaruh secara negatif (Baños-Caballero *et al.*, 2016). Oleh karena itu, dimungkinkan terdapat pengaruh yang berbentuk *inverted u-shaped* antara pembiayaan modal kerja dan kinerja perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan perlu mengelola pembiayaan modal kerjanya dengan baik agar tercapainya kinerja perusahaan yang diinginkan dan dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Setiap perusahaan memiliki kemampuan yang beragam dalam mengakses sumber pendanaan eksternal, sehingga kondisi tersebut dapat berimbas pada alternatif yang dimiliki masing-masing perusahaan dalam membiayai modal kerjanya. Oleh karena itu, *financial constraints* diduga merupakan faktor penting yang dapat menentukan keterkaitan antara pembiayaan modal dengan kinerja perusahaan. Hal ini terjadi karena perusahaan dengan hambatan keuangan akan mengalami kesulitan dalam mengakses sumber pendanaan eksternal, sehingga akan lebih tergantung dengan sumber dana internal (Altaf dan Ahmad, 2018). Fazzari dan Petersen (1993) pernah menemukan bahwa investasi pada modal kerja memiliki hubungan yang lebih sensitif terhadap kendala pembiayaan daripada investasi pada aset tetap. Perusahaan yang tidak mengalami *financial constraints* akan lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman bank jangka pendek serta akan menghadapi risiko bunga dan *refinancing* yang lebih rendah (Banos-Caballero *et al.*, 2016).

Selain *financial constraints*, faktor lainnya yang dapat mempengaruhi strategi pengelolaan modal kerja adalah karakteristik industri perusahaan tersebut. Masing-masing industri memiliki siklus operasi yang berbeda sehingga menuntut strategi pengelolaan modal kerja yang berbeda juga. Industri manufaktur adalah salah satu sektor dengan siklus operasi yang panjang, sehingga menuntut pengelolaan modal kerja yang kompleks. Sektor ini bergantung pada ketersediaannya bahan baku dan persediaan dalam melakukan kegiatan operasionalnya. Ketika perusahaan memasok bahan baku dan persediaan yang lebih banyak, maka perusahaan mungkin akan mendapatkan diskon dari para pemasok dan mengurangi peluang terjadinya kehilangan pendapatan akibat kekurangan stok persediaan di perusahaan. Perusahaan di sektor industri manufaktur juga sering memberlakukan sistem penjualan secara kredit untuk meningkatkan jumlah penjualannya sehingga berdampak pada tertundanya penerimaan kas dari penjualan atas produk tersebut.

Sejauh ini tidak banyak penelitian yang melihat keterkaitan antara pembiayaan modal kerja, kinerja perusahaan dan *financial constraints*. Baños-Caballero *et al.* (2016) adalah yang pertama meneliti pada kasus perusahaan kecil

dan menengah di Spanyol dan menemukan bahwa strategi *working capital financing* memiliki pengaruh yang berbentuk *inverted u-shaped* terhadap kinerja. Penelitian lain dilakukan oleh Altaf dan Ahmad (2018) yang menggunakan sampel pada perusahaan non-keuangan di India dan menemukan bahwa terdapatnya pengaruh yang berbentuk *inverted u-shaped* antara pembiayaan modal kerja terhadap kinerja perusahaan, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Pandan dan Nanda (2018) pada sampel enam sektor perusahaan manufaktur India ditemukan bahwa beberapa sektor perusahaan seperti *chemical, construction, and consumer goods* memiliki hubungan yang berbentuk *u-shaped* dan *machinery, metal, and textile industries* memiliki pengaruh yang berbentuk *inverted u-shaped* terhadap kinerja. Sejauh ini hanya ada tiga penelitian tersebut yang telah melihat hubungan pembiayaan modal kerja dan kinerja perusahaan, sehingga mendorong penelitian ini untuk memperluas riset dibidang tersebut pada konteks perusahaan manufaktur di kawasan ASEAN.

Kawasan ASEAN berpotensi menjadi studi kasus yang menarik dalam topik ini, dikarenakan kawasan ASEAN terdiri dari negara-negara berkembang dengan karakteristik yang unik dan menjadi perhatian dunia. Menurut Bank Dunia, kontribusi ASEAN terhadap ekonomi global mencapai 3,5 persen pada tahun 2018. Kawasan ASEAN memiliki pasar domestik yang sangat besar mencapai 642 juta penduduk dengan proporsi kelas menengah yang sangat besar, membuat perekonomian dikawasan ini tumbuh pesat sebesar 5,9 persen, jauh lebih tinggi dibandingkan pertumbuhan ekonomi global yang hanya sebesar 3,8 persen. Peluang bisnis yang terbuka lebar akan memberikan insentif yang besar bagi perusahaan dikawasan ini untuk tumbuh lebih cepat. Ekspansi menjadi pilihan yang harus diambil perusahaan sehingga menimbulkan kompleksitas yang lebih besar dalam mengelola bisnis, salah satunya dalam modal kerja.

Di sisi lain, jika dibandingkan dengan pasar keuangan negara maju, pasar keuangan negara-negara ASEAN relatif kurang berkembang. Seperti dikemukakan oleh Gertner *et al.*, (1994) dan Lee *et al.*, (2012) bahwa perusahaan-perusahaan di negara berkembang mungkin lebih mengandalkan pasar modal internal dan juga bank sebagai sumber pembiayaan karena pasar sahamnya yang kurang

berkembang. Sektor perbankan masih sebagai bentuk utama intermediasi keuangan dan menjadi sumber primer terhadap permodalan eksternal bagi perusahaan juga pihak-pihak yang membutuhkan permodalan dalam menjalankan bisnisnya (Mishkin 2001). Beberapa karakteristik di atas mungkin tidak terjadi di mana beberapa penelitian sebelumnya dilakukan. Sehingga penelitian ini diharapkan dapat mengisi kekosongan sekaligus memperluas pemahaman terkait keterkaitan antara pembiayaan modal kerja dan kinerja pada konteks *emerging market*.

Penelitian ini fokus untuk melihat bagaimana pengaruh strategi pembiayaan modal kerja terhadap kinerja perusahaan dan apakah pengaruh tersebut ditentukan oleh kondisi fleksibilitas keuangan yang dimiliki perusahaan. Dengan tujuan tersebut, penelitian ini akan melakukan analisis menggunakan regresi moderasi yang diestimasi menggunakan teknik *generalized method of moments* (GMM). GMM dipilih karena adanya potensi endogenitas dalam model analisis karena hubungan antara variabel dependen dan variabel independen tidak hanya mencerminkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, tetapi juga dimungkinkan adanya pengaruh variabel dependen terhadap variabel independen. Sehingga, penelitian ini menggunakan estimasi GMM yang dibangun oleh Arellano and Bond (1991).

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan peneliti, maka rumusan masalah yang dikaji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh berbentuk *inverted u-shaped* antara pembiayaan modal kerja terhadap kinerja perusahaan?
2. Apakah *financial constraints* memoderasi pengaruh pembiayaan modal kerja terhadap kinerja perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah yang telah diuraikan, tujuan yang dicapai dari penelitian ini, yaitu:

1. Mengetahui pengaruh *inverted u-shaped* antara pembiayaan modal kerja terhadap kinerja perusahaan.
2. Mengetahui peran moderasi *financial constraints* pada pengaruh pembiayaan modal kerja terhadap kinerja perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberi kontribusi bagi berbagai pihak yang membutuhkan, antara lain:

1. Bagi manajemen perusahaan
Dapat digunakan sebagai informasi dalam pengambilan keputusan terhadap pengelolaan pembiayaan modal kerja dalam meningkatkan kinerja perusahaan.
2. Bagi investor
Akan memberikan informasi baru dalam mempertimbangkan berbagai aspek yang perlu diperkirakan pada keputusan investasi dengan melihat bagaimana strategi perusahaan dalam membiayai modal kerjanya.
3. Bagi penulis
Sebagai sarana untuk penerapan teori yang diperoleh selama masa perkuliahan ke dalam praktik yang sesungguhnya.
4. Bagi akademisi
Sebagai tambahan informasi dan diharapkan dapat digunakan menjadi bahan referensi mengenai peran moderasi *financial constraints* dalam pengaruh *working capital financing* terhadap kinerja perusahaan.

1.5 Sistematika Penelitian

Sistematika penulisan dalam penelitian ini disusun secara berurutan dan terdiri dari beberapa bab yaitu :

BAB 1 : PENDAHULUAN

Bab ini membahas latar belakang masalah dalam penelitian ini yang mencakup latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian dan sistematika penelitian.

BAB 2 : TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini membahas mengenai landasan teori penelitian yaitu pengertian dan pengukuran pembiayaan modal kerja, kinerja perusahaan, dan *financial constraint* serta variabel kontrolnya yaitu *firm size*, *growth*, *asset tangibility*, dan *leverage*. Selain itu bab ini juga berisi mengenai uraian penelitian sebelumnya, hipotesis pada penelitian, model analisis yang akan digunakan, dan kerangka berpikir.

BAB 3 : METODE PENELITIAN

Bab ini membahas tentang pendekatan penelitian, variabel penelitian, definisi operasional variabel penelitian, metode penentuan sampel, jenis dan sumber data, metode dalam pengumpulan data dan metode analisis yang digunakan untuk pengujian hipotesis.

BAB 4 : ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini membahas objek penelitian yang digunakan oleh penulis, cara melakukan analisis data dalam pengujian hipotesis penelitian, dan pembahasan lebih lanjut terkait pengujian hipotesis penelitian.

BAB 5 : SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini terdiri dari simpulan yang diperoleh dari hasil penelitian yang telah dilakukan serta saran bagi pihak-pihak tertentu.