



**Pengantar Teori dan Studi Empiris**  
**PENGELOLAAN MODAL KERJA**  
**PERUSAHAAN**



**Dr. R. Heru Kristanto HC, M. Si**  
**Drs. Agung Satmoko, ME**  
**Dra. Sri Isworo Ediningsih, MM**

Penerbit  
Lembaga Penelitian dan Pengabdian Masyarakat  
**Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta**  
2020

## Pengantar Teori dan Studi Empiris Pengelolaan Modal Kerja Perusahaan

Ditulis oleh:

R. Heru Kristanto HC  
Agung Satmoko  
Sri Isworo Ediningsih

Hak Cipta@2020 Pada Penulis

ISBN 978-623-7840-01-5

ISBN 978-623-7840-01-5



**Penerbit LPPM UPN Veteran Yogyakarta**

Alamat:

Jln. SWK 104, Condongcatur, Sleman, Yogyakarta 55283  
Telp. (0274) 486 733

Cetakan Pertama; Februari 2020

Dicetak oleh LPPM UPN Veteran Yogyakarta

-----  
Isi diluar tanggung jawab Penerbit

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 28 Tahun 2014.  
Tentang Hak Cipta

Pasal 113

- (1) Setiap Orang yang dengan tanpa hak melakukan pelanggaran hak ekonomi sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 ayat (1) huruf i untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama 1 (satu) tahun dan/atau pidana denda paling banyak Rp. 100.000.000 (seratus juta rupiah).
- (2) Setiap Orang yang dengan tanpa hak dan/atau tanpa izin Pencipta atau pemegang Hak Cipta melakukan pelanggaran hak ekonomi Pencipta sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 ayat (1) huruf c, huruf d, huruf f, dan/atau huruf h untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama 3 (tiga) tahun dan/atau pidana denda paling banyak Rp. 500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah).
- (3) Setiap Orang yang dengan tanpa hak dan/atau tanpa izin Pencipta atau pemegang Hak Cipta melakukan pelanggaran hak ekonomi Pencipta sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 ayat (1) huruf a, huruf b, huruf e, dan/atau huruf g untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama 4 (empat) tahun dan/atau pidana denda paling banyak Rp. 1.000.000.000,00 (satu miliar rupiah).
- (4) Setiap Orang yang memenuhi unsur sebagaimana dimaksud pada ayat (3) yang dilakukan dalam bentuk pembajakan, dipidana dengan pidana penjara paling lama 10 (sepuluh) tahun dan/atau pidana denda paling banyak Rp. 4.000.000.000,00 (empat miliar rupiah).

## **Prakata**

Puji syukur kami panjatkan kepada Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah dan karunia-Nya, sehingga Tim Peneliti dapat menyelesaikan Buku Manajemen Keuangan dengan judul: Pengantar Teori dan Studi Empiris Manajemen Modal Kerja. Banyak pihak yang sangat membantu, mendukung, memotivasi Tim Penulis dalam menyelesaikan buku ini. Materi buku ini diharapkan membantu mahasiswa, wirausaha dan pengguna dalam memahami teori Manajemen Modal Kerja dengan berbagai bukti studi empiris. Penulis mengucapkan banyak terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. LPPM UPN Veteran Yogyakarta yang telah membantu dalam menyediakan dana penelitian dan pembuatan buku.
2. Tim Penulis, Peneliti yang selalu berusaha bekerja sama dengan baik sampai pada pembuatan buku ini.
3. Laboratorium Pusat Pengembangan Manajemen Keuangan dan Pasar Modal Prodi Manajemen FEB UGM yang telah membantu menyediakan data penelitian.
4. Rekan-rekan Dosen Manajemen FEB UPN Veteran Yogyakarta yang telah banyak membantu perbaikan materi melalui diskusi dan sharing ilmu.

Tim Penulis menyadari bahwa buku ini masih banyak kekurangan dan diperlukan perbaikan terus-menerus guna pengembangan ilmu. Semoga Allah SWT memberikan balasan atas kebaikan semua pihak yang membantu terselesaikannya buku ini.

Yogyakarta, Februari 2020

Tim Penulis:

## **Daftar Isi**

	Halaman
Judul .....	i
Prakata .....	iv
Daftar Isi .....	v
Bab I Pengelolaan Kas .....	1
Bab II Pengelolaan Piutang .....	14
Bab III Pengelolaan Persediaan .....	30
Bab IV Pengelolaan Modal Kerja .....	39
Bab V Studi Empiris 1 .....	48
Bab VI Studi Empiris 2 .....	78
Tentang Penulis .....	110

## **BAB I**

### **MANAJEMEN KAS**

Untuk menjaga kegiatan operasional perusahaan setiap hari, maka perusahaan membutuhkan kas (*cash*) yang cukup. Kas merupakan komponen yang berada dalam aktiva lancar. Kas dan efek (surat berharga) merupakan aktiva yang paling likuid bagi perusahaan. Manajer keuangan perlu mengelola kas dan surat berharga, dikarenakan kedua komponen aktiva lancar tersebut memiliki nilai strategis dalam hal yang berkaitan dengan operasional perusahaan dan nilai perusahaan.

#### **Kas dan Surat Berharga Jangka Pendek**

Kas adalah seluruh uang tunai yang ada ditangan (*cash on hand*) dan dana disimpan di bank dalam berbagai bentuk seperti rekening koran, giro dan simpanan lain yang sejenis (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016). Kas merupakan alat tukar yang memungkinkan manajemen menjalankan berbagai kegiatan usahanya. Keberhasilan perusahaan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya tergantung pada kemampuan menyediakan kas untuk memenuhi kewajiban finansial tepat pada waktunya (Brigham & Houston, 2009; Sartono, 2014). Surat berharga merupakan aktiva lancar-investasi jangka pendek yang bersifat temporal. Apabila perusahaan memerlukan kas dengan segera dapat dijual atau diubah dalam bentuk kas. Penempatan dana perusahaan dalam surat berharga juga penting guna mendukung aktivitas usaha sekaligus memperoleh penghasilan berupa bunga atau tujuan lainnya . Penempatan dana dilakukan dengan berbagai pertimbangan guna mendukung operasional perusahaan (Koh, Brigham dan Ehrhart, 2014). Berbagai jenis surat berharga dapat dipilih dengan segala kelebihan dan kekurangannya. Manajer keuangan harus mampu menempatkan dana tersebut dengan pertimbangan yang tepat.

## **Motivasi Perusahaan Memegang Kas**

Perusahaan memegang uang kas memiliki berbagai motif. John M Keynes mengungkapkan bahwa perusahaan memegang uang kas dengan berbagai motif, yaitu (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016):

1. Motif transaksi, artinya uang kas digunakan untuk melakukan transaksi kegiatan operasional setiap hari atau pembelian dan pembayaran, seperti pembelian barang atau jasa, pembayaran gaji, upah utang, dan pembayaran lainnya.
2. Motif spekulatif, artinya uang kas digunakan untuk mengambil keuntungan dari kesempatan yang timbul di waktu yang akan datang, seperti fluktuasi harga bahan baku secara tiba-tiba akan menguntungkan perusahaan dan diperkirakan kemungkinan akan meningkat dalam waktu yang tidak terlalu lama. Perusahaan akan memiliki kesempatan untuk membeli dengan uang kas yang dimilikinya, dan menjualnya pada saat harganya naik.
3. Motif berjaga-jaga, artinya uang kas digunakan untuk berjaga-jaga apabila ada fluktuasi operasional perusahaan yang tidak terduga. Uang kas dapat digunakan sewaktu-waktu dibutuhkan. Misalnya pada saat perusahaan mengalami kerugian tertentu dan harus menutupi kerugian tersebut sesegera mungkin. Pengertian di atas lebih dimaknai pada argumentasi, alasan mengapa perlu memegang atau menyimpan uang kas. Artinya ada motivasi tertentu seseorang atau perusahaan untuk menahan uang kas, sesuai dengan tujuan atau alasan masing-masing.

## **Aliran Kas**

Perusahaan dalam menjalankan usahanya, operasional selalu membutuhkan kas. Kas diperlukan baik untuk membiayai operasi perusahaan setiap hari ataupun untuk mengadakan investasi baru dalam aktiva tetap. Pengeluaran kas suatu perusahaan dapat bersifat terus menerus atau kontinyu, misalkan pengeluaran kas

untuk pembelian bahan mentah, pembayaran upah buruh dan gaji, dan lain sebagainya. Tetapi di samping itu juga ada aliran kas ke luar yang bersifat tidak kontinyu, misalnya pengeluaran untuk pembayaran bunga, dividen, pajak penghasilan atau laba, pembayaran angsuran utang, pembelian kembali saham perusahaan, pembelian aktiva tetap dan lain sebagainya. Di samping aliran kas keluar juga terdapat aliran kas masuk di dalam perusahaan. Terdapat aliran kas masuk yang bersifat kontinyu dan yang bersifat tidak kontinyu (Brigham & Houston, 2009; Sartono, 2014; Hanafi, 2016)

Aliran kas masuk bersifat kontinyu misalkan aliran kas yang berasal dari hasil penjualan produk secara tunai, penerimaan piutang, dan lain sebagainya. Aliran kas masuk tidak kontinyu misalkan aliran kas masuk yang berasal dari penyertaan pemilik perusahaan, penjualan saham, penerimaan kredit dari bank, penjualan aktiva tetap yang tidak terpakai, dan lain sebagainya. Penerimaan dan pengeluaran kas perusahaan akan berlangsung terus selama perusahaan beroperasi. Aliran kas perusahaan terus menerus mengalir dalam tubuh perusahaan yang memungkinkan perusahaan itu dapat melangsungkan kegiatan operasionalnya. Selisih dari aliran kas masuk terhadap aliran kas keluar merupakan saldo kas yang akan tertahan di dalam perusahaan.

Saldo kas akan mengalami perubahan dari waktu ke waktu karena berbagai faktor. Jumlah saldo kas perusahaan akan meningkat apabila aliran masu yang berasal dari penjualan tunai dan piutang yang terkumpul lebih besar daripada aliran kas keluar untuk bahan mentah, tenaga kerja, biaya lain dan pajak. Perubahan tingkat harga juga mempunyai pengaruh yang besar terhadap aliran kas di dalam perusahaan. Perubahan makroekonomi, politik, keputusan produksi, kebijakan pembelian dan personalia juga mempunyai efek terhadap aliran kas dalam perusahaan. Adanya kebijakan pemasaran dengan mengadakan advertensi secara besar-besaran akan mengakibatkan adanya



aliran kas yang segera keluar, sementara efek dari pengeluaran itu belum dirasakan sampai saat ini di mana adanya tambahan kas masuk yang berasal dari kenaikan penjualan. Kebijakan dalam meningkatkan produksi dengan membeli aktiva tetap baru juga mempunyai pengaruh pada aliran kas di dalam perusahaan. Di sini pun segera akan ada aliran kas keluar secara sekaligus sedangkan aliran kas masuknya sebagai akibat dari bertambahnya produksi dari penjualan tidak sebanyak aliran kas keluarnya.

Demikian pula dalam strategi pembelian akan mempunyai efek terhadap aliran kas. Untuk mendapatkan *discount* perusahaan sering mengadakan pembelian dalam skala besar. Apabila semula perusahaan mengadakan pembelian bahan mentah setiap kali pembelian untuk kebutuhan satu bulan, kemudian mengubah kebijakannya dengan mengadakan pembelian untuk kebutuhan empat bulan setiap kali pembelian, maka hal ini akan sangat berpengaruh terhadap aliran kas dalam perusahaan. Juga dalam bidang personalia, jika semua pembayaran gaji dilakukan setiap bulan kemudian diubah menjadi dua kali setiap bulannya, maka hal ini akan mengakibatkan adanya aliran kas keluar yang lebih cepat. Dengan demikian maka perimbangan antara aliran kas masuk dengan aliran kas keluar baik dalam kuantitas maupun waktunya akan menentukan besarnya saldo kas dalam perusahaan pada suatu saat.

### **Faktor yang Mempengaruhi Besarnya Persediaan Kas**

Perkembangan bisnis dan skala operasi perusahaan yang semakin berkembang akan membutuhkan pengelolaan kas yang optimal. Perubahan kas yang terjadi dalam suatu periode, maka jumlah uang kas juga dari waktu ke waktu juga akan berubah. Perubahan dimulai dari adanya perolehan kas dari berbagai sumber yang dimiliki. Kemudian perubahan juga terjadi dalam penggunaan uang kas untuk berbagai kegiatan perusahaan. Akibat dari perubahan ini terkadang terjadi kekurangan

uang kas. Perusahaan harus segera mencari tambahan kas untuk menutupi kekurangan tersebut. Begitu pula bila terjadi kelebihan kas, perusahaan harus segera menggunakan secara optimal, sehingga tidak ada uang kas yang menganggur

Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi jumlah uang kas dan beberapa yang tidak mempengaruhi jumlah uang kas ((Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016). Faktor yang mempengaruhi jumlah uang kas, yaitu:

- a. Penerimaan dari hasil penjualan barang dan jasa. Artinya, perusahaan melakukan penjualan barang, baik secara tunai maupun secara kredit. Bila dilakukan secara tunai, maka otomatis langsung berpengaruh terhadap kas. Akan tetapi jika dilakukan secara angsuran, maka perubahan ini akan terjadi untuk beberapa saat ke depan. Perubahan tentunya akan menyebabkan uang kas bertambah.
- b. Pembelian barang dan jasa, artinya perusahaan membeli sejumlah barang, baik bahan baku, bahan tambahan, atau barang keperluan lainnya, yang tentunya akan berakibat mengurangi jumlah uang kas.
- c. Pembayaran biaya-biaya operasional. Dalam hal ini perusahaan mengeluarkan sejumlah biaya yang sudah menjadi kewajiban perusahaan untuk membiayai aktivitas perusahaan, seperti membayar gaji, upah, telepon, listrik, pajak, biaya pemeliharaan yang tentunya akan mengakibatkan uang kas akan berkurang.
- d. Pengeluaran untuk membayar angsuran pinjaman. Artinya, jika dalam memperoleh sumber dana perusahaan melakukan pinjaman ke bank atau ke lembaga lain, maka perusahaan tentu akan membayar angsuran (cicilan) pinjaman tersebut, selama beberapa waktu, hal ini tentunya akan mengakibatkan berkurangnya uang kas.
- e. Pengeluaran untuk investasi. Hal ini dilakukan bila perusahaan hendak melakukan penambahan kapasitas produksi seperti pembelian mesin-mesin baru,

atau pembangunan gedung atau pabrik baru. Hal ini dapat juga terjadi bila perusahaan hendak melakukan ekspansi ke bidang usaha lainnya.

- f. Penerimaan dari pendapatan, artinya perusahaan memperoleh tambahkas dari pendapatan, baik yang berkaitan langsung dengan kegiatan perusahaan maupun pendapatan yang tidak langsung. Jelas bahwa pendapatan ini akan mempengaruhi jumlah uang kas.
- g. Penerimaan dari pinjaman. Dalam hal ini perusahaan memperoleh sejumlah uang dari lembaga peminjam, seperti bank atau lembaga keuangan lainnya. Pinjaman ini akan menambah jumlah uang kas dalam periode tersebut.
- h. Dan faktor lainnya.

Faktor yang tidak mempengaruhi perubahan jumlah uang kas perusahaan, antara lain:

- a. Pembayaran dividen dalam bentuk saham (*stock dividen*).
- b. Penyisihan atau pembatasan penggunaan laba.
- c. Adanya penilaian kembali (revaluasi) terhadap aktiva yang dimiliki.
- d. Adanya penghapusan dan pengurangan nilai buku dari aktiva.
- e. Penghentian penggunaan aktiva yang sudah habis umur ekonomisnya (disusut) dan tidak dapat dipakai lagi.
- f. Adanya pembebanan terhadap aktiva tetap seperti depresiasi, amortisasi dan depleksi (karena biaya ini tidak memerlukan pengeluaran kas).
- g. Adanya pengakuan kerugian piutang dan penghapusan piutang karena sudah tidak dapat ditagih lagi.
- h. Dan faktor lainnya.

## **Jenis Modal Saldo Kas**

Dalam kegiatan sehari-hari sekalipun sudah direncanakan dengan baik, maka faktor kekurangan dan kelebihan uang kas sering kali terjadi. Hal ini terjadi karenadisebabkan oleh berbagai faktor. Misalnya terjadi kekurangan kas, atau uang kas yang berlebihan. Kedua hal tersebut baik kekurangan maupun kelebihan perlu segera dicarikan solusinya. Khusus untuk kekurangan uang kas maka perlu dicarikan melalui penerimaan dari sumber-sumberkas yang tersedia. Penerimaan kas atau sumber yang diperoleh harus diseleksi terlebih dahulu, terutama kas yang diperoleh dari sumber pinjaman. Artinya, harus dipilih sumber yang mana yang lebih memberikan keuntungan bagi perusahaan. Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya bahwa sumber penerimaan kas dapat dipenuhi dari berbagai sumber yang ada.

Untuk memilih salah satu atau lebih dari sumber kas yang ada harus memiliki kriteria tertentu yang telah ditetapkan manajemen, terutama yang berkaitan dengan untung ruginya menggunakan sumber penerimaan kas yang dipilih. Oleh karena itu, pihak manajemen, terutama tugas seorang manajer keuangan untuk mencari sumber kas agar kebutuhan kas segera dapat terpenuhi.

Berikut ini beberapa sumber penerimaan kas yang dapat dipenuhi di luar dari pinjaman yang disediakan kreditor yaitu:

- a. Penjualan barang secara tunai. Artinya perusahaan menjual produknya, baik berupa barang maupun jasa dengan pembayaran secara tunai, sehingga menghasilkan uang kas.
- b. Pembayaran piutang oleh pelanggan. Dalam hal ini perusahaan harus berupaya untuk mengintensifkan pembayaran piutang dari pelanggan. Terutama piutang yang sudah jatuh tempo, jangan sampai pelanggan menunggak, sehingga menghambat penerimaan kas.

- c. Hasil penjualan aktiva tetap. Kondisi seperti ini jarang terjadi kecuali perusahaan sedang benar-benar mengalami kesulitan. Kalaupun terjadi biasanya aktiva tetap yang dijual diprioritaskan aktiva tetap yang kurang atau sudah tidak produktif lagi.
- d. Penjualan saham dalam bentuk kas. Artinya perusahaan mengeluarkan saham yang belum dijual kemudian dilepas ke pemegang saham dengan syarat pembayarannya dilakukan secara tunai.
- e. Pengeluaran surat utang jangka pendek. Dalam hal ini perusahaan yang menerbitkan surat utang jangka pendek seperti wesel yang jangka waktunya tidak lebih dari 1 tahun.
- f. Pengeluaran surat utang jangka panjang. Artinya perusahaan menerbitkan surat utang yang memiliki jangka waktu lebih dari 1 tahun seperti obligasi.
- g. Penerimaan dari sewa. Sumber ini diperoleh perusahaan dari hasil sewa terhadap aktiva yang dimiliki kepada pihak lain dalam waktu tertentu
- h. Penerimaan dari sumbangan. Dalam praktiknya untuk perusahaan komersial penerimaan sumbangan jarang terjadi, namun untuk usaha sosial hal seperti ini sering terjadi.
- i. Pengembalian kelebihan pajak. Artinya, adanya kelebihan pembayaran pajak pada masa lalu akibat salah perhitungan dan kemudian dikembalikan ke perusahaan.
- j. Dan bentuk penerimaan lainnya.

Untuk mempercepat penerimaan kas perlu dilakukan beberapa hal, yaitu (Hanafi, 2016):

1. Memulai pembuatan dan mengirimkan faktur (*invoice*) tagihan.
2. Mempercepat pengiriman pembayaran dari pelanggan ke perusahaan.
3. Mengurangi waktu pembayaran untuk perusahaan yang belum dapat dicarikan.

Faktur merupakan tagihan yang diberikan penjual kepada pembeli yang berisi daftar barang yang dibeli, harga, dan syarat penjualan. Dengan diterimanya faktur tersebut oleh pembeli, otomatis pembeli merasa harus segera membayar kewajibannya sesuai kesepakatan. Paling tidak dengan adanya faktur tersebut dapat mengingatkan pembeli atas kewajibannya. Mempercepat pengiriman pembayaran pelanggan kepada perusahaan. Artinya, perusahaan menyediakan sarana pembayaran yang cepat, sehingga uang yang diterima ke perusahaan juga cepat.

Pembayaran dilakukan dengan setoran langsung ke rekening perusahaan atau dengan menggunakan cek. Jelas bahwa setoran yang dilakukan dengan menyetor ke rekening perusahaan secara langsung penerimaannya lebih cepat dibandingkan dengan menggunakan cek. Keterlambatan waktu pengiriman pembayaran akan memperlambat tibanya uang menjadi kas.

Alternatif yang ketiga dilakukan apabila waktu penguangan dengan menggunakan cek atau bilyet giro yang harus dikliringkan lebih dahulu. Cek yang penagihannya melalui proses kliring akan memakan waktu paling tidak dua hari. Hal ini tentu dapat mengurangi waktu di mana pembayaran yang diterima perusahaan.

### **Penganggaran Kas**

Anggaran kas adalah estimasi terhadap posisi kas untuk suatu periode tertentu yang akan datang (Hanafi, 2016). Penyusunan anggaran kas bagi suatu perusahaan sangatlah penting artinya bagi penjagaan likuiditasnya. Dengan menyusun anggaran kas akan dapat diketahui kapan perusahaan akan dalam keadaan defisit kas atau surplus kas karena operasinya perusahaan. Dengan mengetahui akan adanya defisit kas jauh sebelumnya, maka dapatlah direncanakan sebelumnya penentuan sumber dana yang akan digunakan untuk menutupi defisit tersebut. Karena masih cukupnya waktu maka terdapat lebih banyak alternatif sumber dana, dan makin banyaknya

alternatif sumber dana berarti kita dapat mengadakan pemilihan sumber dana yang biayanya paling rendah. Sebaliknya dengan mengetahui jauh sebelumnya bahwa akan terdapat surplus kas yang besar, maka jauh sebelumnya sudah dapat direncanakan bagaimana menggunakan kelebihan dana tersebut secara efisien.

Anggaran kas dapat disusun untuk periode bulanan atau kuartalan. Pada dasarnya anggaran kas dapat dibedakan dalam dua bagian, yaitu:

1. Estimasi penerimaan-penerimaan kas yang berasal dari: hasil penjualan tunai; piutang yang terkumpul; penerimaan bunga, dividen; hasil penjualan aktiva tetap, dan penerimaan-penerimaan lain.
  2. Estimasi pengeluaran kas yang digunakan untuk: pembelian bahan mentah, pembayaran utang-utang; pembayaran upah buruh; pengeluaran untuk biaya penjualan, biaya administrasi dan umum; pembayaran bunga, dividen, tantieme, pajak, premi asuransi; pembelian aktiva tetap dan pengeluaran-pengeluaran lain.
- Dengan mengadakan estimasi penerimaan dan pengeluaran selama periode akan mempermudah perusahaan melakukan perencanaan, implementasi dan kontrol kas. Perusahaan menyusun anggaran kas dalam bentuk yang berbeda-beda, meskipun sebenarnya maksudnya adalah sama, yaitu bahwa anggaran kas disusun agar supaya pimpinan perusahaan dapat mengetahui:
- a. Kemungkinan posisi kas sebagai hasil rencana operasinya perusahaan.
  - b. Kemungkinan adanya surplus atau defisit karena rencana operasinya perusahaan.
  - c. Besarnya dana beserta saat kapan dana itu dibutuhkan untuk menutup defisit kas.
  - d. Saat kapan kredit itu dibayar kembali.

Penyusunan anggaran kas biasanya dilakukan dalam beberapa tahap, yaitu:

1. Menyusun estimasi penerimaan dan pengeluaran menurut rencana operasional perusahaan. Transaksi-transaksi di sini merupakan transaksi operasi (*operating transactions*). Pada tahap ini dapat diketahui adanya defisit atau surplus karena rencana operasinya perusahaan.
2. Menyusun perkiraan atau estimasi kebutuhan dana atau kredit dari bank atau sumber sumber dana lainnya yang diperlukan untuk menutup defisit kas karena rencana operasinya perusahaan. Juga disusun estimasi pembayaran bunga kredit tersebut beserta waktu pembayarannya kembali. Transaksi-transaksi di sini merupakan transaksi finansial (*financial transactions*).
3. Menyusun kembali estimasi keseluruhan penerimaan dan pengeluaran setelah adanya transaksi finansial, dan anggaran kas yang final ini merupakan gabungan dari transaksi operasional dan transaksi finansial yang menggambarkan estimasi penerimaan dan pengeluaran kas keseluruhan. Penyusunan anggaran kas bagi perusahaan merupakan kegiatan yang penting untuk kelangsungan perusahaan. Perusahaan akan mengetahui keadaan kas yang ada secara lebih pasti demi menjaga likuiditas perusahaan.

### **Kas Optimal**

Kas dan surat berharga yang optimal sangat tergantung atas *trade-off* antara tingkat bunga dengan biaya transaksi. Jika kondisi yang akan datang diketahui dengan pasti, maka akan sangat mudah menentukan kas yang optimal. Apabila diperkirakan perusahaan kelebihan kas, maka akan segera diinvestasikan dalam bentuk surat berharga sepanjang tidak mempersulit perusahaan untuk melakukan pembayaran. Jika tidak ada biaya transaksi dan surat berharga dapat diubah menjadi kas seketika, maka perusahaan sebenarnya tidak memerlukan kas (Hanafi, 2016).



## **Jenis-jenis Surat Berharga Jangka Pendek**

Dalam praktiknya terdapat berbagai jenis surat berharga yang dapat dibeli perusahaan. Masing-masing jenis memiliki keuntungan atau kelebihan tertentu dibandingkan dengan jenis lainnya. Berikut ini beberapa jenis surat berharga antara lain (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016):

1. Akseptasi Bank. Akseptasi Bank, merupakan wesel yang dikeluarkan bank dan bank berjanji untuk melakukan pembayaran wesel sesuai jangka pendek kepada pemegang akseptasi bank sejumlah nilai nominalnya pada saat maturitas.
2. Deposito Berjangka. Deposito Berjangka, merupakan simpanan pada bank atas nama dengan jangka waktu pencairannya 1, 3, 6, dan 12 bulan. Deposito berjangka diterbitkan dalam mata uang rupiah maupun mata uang asing dengan tingkat bunga tertentu. Surat berharga ini diterbitkan **atas nama** dan bunga dapat diambil tiap bulan atau pada saat jatuh tempo. Kemudian pencairan deposito dapat dilakukan sesuai jatuh tempo.
3. Sertifikat Deposito. Sertifikat deposito, merupakan surat berharga yang diterbitkan oleh bank dengan jangka waktu pencairannya 1, 3, 6, dan 12 bulan, baik dalam mata uang rupiah maupun mata uang asing dengan tingkat bunga tertentu. Surat berharga ini diterbitkan **atas unjuk** sehingga dapat diperjualbelikan (dipindahtangankan) setiap saat dan bunga dapat diambil, di muka tiap bulan atau pada saat jatuh tempo.
4. Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Sertifikat Bank Indonesia (SBI), merupakan surat berharga yang diterbitkan oleh Bank Indonesia dengan tingkat suku bunga tertentu. Surat berharga ini dapat diperjualbelikan.
5. Surat Berharga Pasar Uang (SBPU). Surat Berharga Pasar Uang (SBPU), merupakan surat berharga yang diterbitkan oleh bank-bank umum dengan tingkat

suku bunga tertentu. Surat berharga pasar uang ini juga dapat diperjualbelikan, apabila perusahaan memerlukan dana.

6. Saham. Saham, merupakan surat tanda kepemilikan perusahaan atas nama saham yang dibelinya. Saham dapat diperjualbelikan (dipindahtangankan) kepada pihak lain. Keuntungan dari saham berupa *capital gain* dan *dividend*. *Capital gain* merupakan keuntungan yang diperoleh apabila harga yang dijual kembali lebih tinggi dari harga beli dan besar kecilnya dividen yang diperoleh tergantung dari keuntungan perusahaan. Apabila perusahaan untung, maka dividen yang diperoleh juga besar demikian pula sebaliknya.
7. Obligasi. Obligasi, merupakan surat pengakuan utang yang dikeluarkan oleh pemerintah maupun swasta. Pembelian obligasi akan memperoleh pendapatan berupa bunga sesuai dengan kesepakatan dengan penerbit obligasi. Hanya saja besarnya bunga yang dibayarkan kepada pemegang obligasi relatif tetap setiap bulannya.

### **Daftar Pustaka**

Brigham, E.F., dan Houston. (2009). *Fundamental of Financial Management: 12<sup>th</sup> Edition*. Cengage Learning, Singapore

Koh, A., Ang, S.K., Brigham, E.F., dan Ehrhart, M.C. (2014). *Financial Management: Theory and Practice, An Asia Edition*. Cengage Learning, Singapore.

Hanafi, M. Mamduh (2016). *Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 2 , Cetakan ke-1, BPFE UGM Yogyakarta.

Sartono, Agus (2014). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi k-4, BPFE UGM Yogyakarta.

## **BAB II**

### **MANAJEMEN PIUTANG**

Piutang (*receivables*) merupakan penjualan produk tidak secara tunai. Dalam kondisi persaingan yang semakin ketat, akan memaksa perusahaan untuk berlomba memberikan kemudahan dalam persyaratan penjualan. Hal ini dapat dilakukan misalnya dengan mengubah syarat pembelian, perusahaan dapat menjual produknya dengan cara tunai kemudian diubah dengan cara kredit. Dengan demikian maka akan timbul piutang. Semakin longgar persyaratan yang diberikan, tentunya dengan asumsi langganan tidak mengubah kebiasaan membayar maka akan semakin besar jumlah piutang yang dimiliki.

Kebijakan piutang menjadi penting kaitannya dengan pengelolaan modal kerja. Pertanyaan yang sering muncul ketika harus menentukan berapa jumlah piutang yang optimal? Piutang harus dikelola secara efisien yang berhubungan dengan laba atau tambahan laba yang diperoleh dengan perubahan kebijakan penjualan dan beban yang timbul karena adanya piutang (Hanafi, 2016; Sartono, 2014)).

Penentuan kebijakan kredit yang optimal memerlukan perhitungan yang cermat menyangkut tambahan biaya dan tambahan laba pada berbagai kebijakan kredit. Tujuan manajemen piutang juga harus konsisten dengan tujuan investasi aktiva yang lain, yakni maksimisasi kemakmuran pemegang saham. Perusahaan dapat meningkatkan investasi pada piutang sepanjang tambahan manfaat yang timbul adanya piutang tersebut masih lebih besar daripada tambahan biaya investasi piutang itu. Apabila diasumsikan semua faktor relatif konstan seperti kondisi ekonomi, harga, biaya produksi, biaya iklan, maka kenaikan penjualan akan meningkatkan keuntungan perusahaan. Kenaikan penjualan kredit tersebut juga akan mengakibatkan kenaikan biaya yang meliputi *opportunity costs* tambahan dana untuk investasi pada piutang,

tambahan biaya pengumpulan piutang. Perubahan kebijakan kredit yang makin longgar dimungkinkan menimbulkan adanya piutang yang tidak dapat ditagih. Untuk menentukan kebijakan kredit yang optimal, manajer keuangan perlu mempertimbangkan beberapa variabel penting yang berkaitan dengan piutang. Beberapa hal penting dalam kebijakan kredit, yaitu: standar kredit, persyaratan kredit (*credit term*) dan usaha pengumpulan piutang.

### **Kebijakan Pengumpulan Piutang dan Kredit**

Kredit perdagangan dapat diartikan sebagai: Penjualan barang di mana pembayarannya dilakukan secara angsuran (cicilan) sesuai kesepakatan yang dibuat antara penjual dan pembeli untuk jangka waktu tertentu dengan masing-masing hak dan kewajibannya (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2014). Dari pengertian ini terkandung bahwa dalam transaksi penjualan secara kredit adanya suatu kesepakatan untuk melakukan transaksi. Di dalam kesepakatan tersebut tertuang hak dan kewajiban masing-masing pihak. Misalnya, jumlah yang harus dibayar pihak penerima berikut jangka waktu pembayaran. Di samping itu, adanya kebijakan terhadap penjualan kredit tersebut apabila misalnya dilunasi sebelum jangka waktunya. Untuk perusahaan dagang pengaruh dari hasil penjualan kredit ini akan terlihat komponen pos piutang di aktiva lancar bagi perusahaan yang menjual barang.

Sebaliknya bagi perusahaan yang membeli secara kredit, maka akan terlihat di sisi pasiva pada pos utang dagang. Dalam rangka meningkatkan penjualan secara kredit, maka perusahaan dagang perlu menetapkan kebijakan kredit (*credit policy*). Tujuannya agar penjualan kredit yang diberikan akan memberikan keuntungan seperti yang diinginkan. Penundaan atau keterlambatan pembayaran oleh debitur akan merugikan perusahaan pemberi, apalagi debitur yang tidak mampu untuk

mengembalikannya. Oleh karena itu, dalam memberikan atau menjual barang secara angsuran ada beberapa kebijakan yang harus dilakukan. Kebijakan kredit ini meliputi:

### **1. Standar Kredit**

Penjualan barang atau jasa yang diberikan ke pelanggan mengandung suatu risiko bagi perusahaan yang menyebabkan kerugian bagi perusahaan entah keterlambatan waktu pembayaran atau kerugian karena nasabah tidak mampu lagi membayar barang yang sudah dibelinya. Dalam praktiknya risiko yang dihadapi perusahaan berkaitan dengan penjualan kredit adalah: a) Pelanggan terlambat untuk membayar tagihannya kepada perusahaan, misalnya melewati batas tanggal jatuh tempo. b) Dimungkinkan pelanggan tidak memiliki kemampuan untuk membayar sesuai kesepakatan, sehingga kredit benar-benar macet, sekalipun pelanggan masih berusaha untuk membayar. c) Pelanggan kabur sehingga tidak dapat ditagih sama sekali dan ini benar-benar macet, alias tidak tertagih.

Untuk menghindari atau meminimalkan risiko yang dihadapi perusahaan, maka sebelum penjualan kredit diberikan, maka perlu dilakukan analisis kredit. tujuannya adalah untuk mengetahui kemauan dan kemampuan pelanggan dalam membayar kewajibannya. Analisis kredit yang diberikan tidak jauh berbeda dengan pinjaman yang diberikan bank, misalnya dengan analisis "*the 5C's of Credit*". Dengan alat analisis ini perusahaan mampu melihat kemauan dan kemampuan pelanggan, nasabah sebelum penjualan kredit diberikan.

### **2. Persyaratan Kredit**

Kebijakan kredit juga berkaitan erat dengan persyaratan kredit yang diberikan. Persyaratan kredit ini berguna untuk meningkatkan penjualan kredit dan merangsang pelanggan untuk segera membayar tagihannya. Di samping itu, jangka waktu kredit yang diberikan juga memberikan ruang gerak pelanggan

untuk membayar kredit yang diterimanya. Sebagai contoh, perusahaan memberikan persyaratan kredit **3/10, net 30** yang artinya pelanggan akan diberikan potongan pembayaran 3% dari total penjualan apabila perusahaan membayar dalam waktu 10 hari. Sedangkan jangka waktu kredit adalah 30 hari yang artinya kredit harus dibayarkan dalam jangka waktu 30 hari. Bila perusahaan memberikan persyaratan kredit **3/10, net 60** yang artinya pelanggan akan diberikan potongan pembayaran 3% dari penjualan apabila perusahaan membayar dalam waktu 10 hari. Sedangkan jangka waktu kredit adalah 60 hari yang artinya kredit harus dibayar dalam jangka waktu 60 hari. Perusahaan dapat memperpanjang jangka waktu kredit guna meningkatkan penjualan. Akan tetapi memperpanjang jangka waktu kredit mengandung suatu risiko tertanamnya dana dalam piutang, makin besar dan makin berpotensi membuat kredit tersebut macet. Kemudian untuk merangsang kecepatan pembayaran kredit dapat pula dilakukan dengan potongan kas (*cash discount*). Pemberian potongan ini dapat dilakukan dengan menaikkan potongan seperti **3/10, net 30** menjadi **4/10, net 30** atau sesuai dengan kebijakan perusahaan.

### **Kebijakan Pengumpulan Piutang**

Kebijakan kredit dan pengumpulan piutang menurut Sartono (2014: 435-436) mencakup beberapa keputusan: (1) kualitas *account accepted*, (2) periode kredit, (3) potongan tunai, (4) persyaratan khusus dan (5) tingkat pengeluaran untuk pengumpulan piutang. Apabila pelanggan terlambat untuk membayar tagihannya, maka perusahaan perlu mengambil tindakan nyata untuk menyelamatkan kredit tersebut agar tidak macet. Tindakan atau kebijakan yang dapat dilakukan meliputi hal-hal sebagai berikut:

*Pertama*, melalui teguran yang dilakukan melalui surat atau telepon. Teguran ini dapat bersifat mengingatkan, misalnya sebelum kredit jatuh tempo pelanggan ditelpon dengan teguran halus. Kemudian teguran dapat pula bersifat menyuruh nasabah untuk segera membayar dan memastikan tanggal kapan pelanggan akan dibayar. Kedua, apabila melalui teguran baik surat maupun telepon sudah tidak ditanggapi, maka perusahaan dapat menyerahkannya ke badan penagih (*collection agency*) semacam *debt collector* untuk menagih kredit tersebut hingga tertagih.

### **Alat Analisa Rasio Piutang**

Penjualan secara kredit akan mengakibatkan atau mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan. Oleh karena itu, manajemen perlu menilai kinerja dari sisi piutangnya. Alat ukur untuk menilai kinerja ini dapat dilakukan dengan menggunakan rasio rasio keuangan yang berhubungan dengan piutang tersebut. Sedangkan rasio-rasio keuangan yang berhubungan dengan piutang tersebut adalah sebagai berikut:

#### 1. Perputaran piutang (*receivable turnover*)

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur berapa lama penagihan piutang selama satu periode. Atau berapa kali dana yang ditanam dalam piutang ini berputar dalam satu periode. Makin tinggi rasio menunjukkan bahwa modal kerja yang ditanamkan dalam piutang makin rendah (bandingkan dengan rasio tahun sebelumnya) dan tentunya kondisi ini bagi perusahaan makin baik. Sebaliknya jika rasio makin rendah, maka ada *over investment* dalam piutang. Yang jelas bahwa rasio perputaran piutang memberikan pemahaman tentang kualitas piutang dan kesuksesan penagihan piutang. Cara mencari rasio ini adalah dengan membandingkan antara penjualan kredit dengan rata-rata

piutang. Rumusan untuk mencari *receivable turnover* adalah sebagai berikut:  
atau,

2. Hari rata-rata penagihan piutang (*days of receivable*)

Perusahaan ataupun bank yang akan memberikan kredit perlu juga menghitung hari rata-rata penagihan piutang (*days of receivable*). Hasil perhitungan ini menunjukkan jumlah hari (berapa hari) piutang tersebut rata-rata tidak dapat ditagih dan rasio ini juga sering disebut *days sales uncollected*. Rata-rata jangka waktu penagihan adalah ukuran perputaran piutang yang dihitung dalam 2 tahapan: a) Penjualan per hari 360. b) Hari lamanya penjualan terikat dalam bentuk piutang

### **Faktor-faktor yang Mempengaruhi Besarnya Investasi Terhadap Piutang**

Adapun faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya investasi dalam piutang sebagai berikut:

#### **(1) Volume Penjualan Kredit**

Makin besar proporsi kredit dari keseluruhan penjualan memperbesar jumlah investasi dalam piutang. Dengan makin besarnya volume penjualan kredit setiap tahunnya berarti bahwa perusahaan itu harus menyediakan investasi yang lebih besar lagi dalam piutang. Makin besarnya jumlah piutang berarti makin besarnya risiko, tetapi bersamaan dengan itu juga memperbesar "*profitability*"-nya.

#### **(2) Syarat Pembayaran Penjualan Kredit**

Syarat pembayaran penjualan kredit dapat bersifat ketat atau lunak. Apabila perusahaan menetapkan syarat pembayaran yang ketat berarti bahwa perusahaan lebih mengutamakan kredit daripada pertimbangan profitabilitas. Syarat yang ketat misalnya dalam bentuk batas waktu pembayarannya yang



pendek, pembebanan bunga yang berat pada pembayaran piutang yang terlambat. Makin panjang batas waktu pembayarannya berarti makin besar jumlah investasinya dalam piutang.

### **(3) Ketentuan tentang Pembatasan Kredit**

Dalam penjualan kredit, perusahaan dapat menetapkan batas maksimal atau plafond bagi kredit yang diberikan kepada para langganannya. Makin tinggi plafond yang ditetapkan bagi masing-masing langganannya berarti makin besar pula dana yang diinvestasikan dalam piutang. Demikian pula ketentuan mengenai siapa yang dapat diberi kredit. Makin selektif para langganannya yang dapat diberi kredit akan memperkecil jumlah investasi dalam piutang. Dengan demikian maka pembatasan kredit di sini bersifat baik kuantitatif maupun kualitatif.

### **(4) Kebijakan dalam Mengumpulkan Piutang**

Perusahaan dapat menjalankan kebijakan dalam pengumpulan piutang secara aktif atau pasif. Perusahaan yang menjalankan kebijakan secara aktif dalam pengumpulan piutang akan mempunyai pengeluaran uang yang lebih besar untuk membiayai aktivitas pengumpulan piutang tersebut dibandingkan dengan perusahaan lain yang menjalankan kebijaksanaannya secara pasif. Perusahaan yang disebutkan terdahulu kemungkinan akan mempunyai investasi dalam piutang yang lebih kecil daripada perusahaan yang disebutkan kemudian. Tetapi biasanya perusahaan hanya akan mengadakan usaha tambahan dalam pengumpulan piutang apabila biaya usaha tambahan tersebut tidak melampaui besarnya tambahan *revenue* yang diperoleh karena adanya usaha tersebut.

### **(5) Kebiasaan Membayar dari Para Langgan**

Ada sebagian pelanggan yang mempunyai kebiasaan untuk membayar dengan menggunakan kesempatan mendapatkan *cash discount*, dan ada sebagian lain yang tidak menggunakan kesempatan tersebut. Perbedaan cara pembayaran ini tergantung kepada cara penilaian mereka terhadap mana yang lebih menguntungkan antara kedua alternatif tersebut. Apabila perusahaan telah menetapkan syarat pembayaran 2/10/net 30, para pelanggan dihadapkan pada dua alternatif, yaitu apakah mereka akan membayar pada hari ke-10 atau pada hari ke-30 sesudah barang diterima. Alternatif pertama ialah apabila mereka akan membayar pada hari ke-30 yang ini berarti bahwa mereka membelanjai pembeliannya sepenuhnya dengan kredit penjual (kredit leveransir). Alternatif kedua ialah kalau mereka membayar pada hari ke-10 dengan mendapatkan *cash discount* sebesar 2%. Pada umumnya para pelanggan lebih menyukai pembayaran pada hari ke-10 karena mendapatkan *cash discount*, dengan meminjam uang dari bank yang pada umumnya dengan tingkat bunga yang lebih rendah daripada bunga kredit leveransir.

Kebiasaan para pelanggan untuk membayar dalam “*cash discount period*” atau sesudahnya akan mempunyai efek terhadap besarnya investasi dalam piutang. Apabila sebagian besar para pelanggan membayar dalam waktu selama “*discount period*”, maka dana yang tertanam dalam piutang akan lebih cepat bebas, yang ini berarti makin kecilnya investasi dalam piutang. Seperti halnya pada *inventory*, dalam piutang pun kita mengenal pula pengertian persediaan besi atau persediaan minimal, yaitu yang disebut “persediaan besi debitor” atau “persediaan inti debitor”. Persediaan besi debitor adalah saldo piutang yang secara terus-menerus dan selalu tertanam dalam perusahaan sebagai akibat dari

adanya jangka waktu kredit yang diberikan kepada para langganan atau debitur. Dengan kata lain dapatlah dikatakan persediaan inti debitur adalah jumlah minimal dari dana yang diberikan sebagai kredit penjual untuk mempertahankan *credit sales* yang normal, dan jumlah ini merupakan “inti permanen” dari kebutuhan yang diinvestasikan dalam piutang.

### **Penilaian Risiko Kredit dan Penyaringan Pelanggan**

Risiko kredit adalah risiko tidak terbayarnya kredit yang telah diberikan kepada para langganan kita. Sebelum perusahaan memutuskan untuk menyetujui permintaan atau penambahan kredit oleh para langganan perlukah kita mengadakan evaluasi risiko kredit dari para langganan tersebut. Untuk menilai risiko kredit, *credit manager* harus mempertimbangkan berbagai faktor yang menentukan besar kecilnya kredit tersebut. Setelah menilai risiko kredit, maka selanjutnya perlu bagi perusahaan untuk mengambil langkah langkah tertentu di dalam usaha untuk memperkecil risiko tidak terbayarnya piutang dengan mengadakan penyaringan atau seleksi terhadap para langganan atau debitur.

Adapun langkah-langkah yang perlu untuk penyaringan para langganan dalam rangka usaha preventif menurut Riyanto (2015: 87-90) untuk memperkecil risiko tertunda atau tidak terkumpulnya piutang yang tidak diharapkan dapatlah disebutkan langkah-langkahnya sebagai berikut:

#### **A. Penentuan Besarnya Risiko yang Akan Ditanggung oleh Perusahaan**

Pertama-tama dalam hubungan ini haruslah ditentukan lebih dahulu “batas risiko” yang ditanggung perusahaan, yang akan disediakan sebagai cadangan piutang. Misalnya ditentukan bahwa risiko yang akan ditanggung oleh perusahaan tersebut adalah 10%. Ini berarti bahwa kelak apabila ternyata sebanyak 10% dari jumlah piutang tak terbayar, hal tersebut *tidaklah* dianggap sebagai hal yang tidak terduga.

Ketentuan persentase ini perlu untuk memperhitungkan keuntungan yang diharapkan akan diterima.

## **B. Kemampuan Perusahaan untuk Memenuhi Kewajibannya**

Dalam rangka usaha untuk dapat mengadakan klasifikasi dari langganan, apakah mereka termasuk golongan risiko 5%, 10%, 15% atau lebih, perlulah perusahaan mengadakan penyelidikan mengenai kemampuan perusahaan tersebut untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Penyelidikan kemampuan ini tidak hanya menyangkut bidang material saja, tetapi juga menyangkut penyelidikan mengenai sifat atau watak dari para langganan, apakah mereka mempunyai kebiasaan dan kesediaan untuk selalu memenuhi kewajibannya. Dalam hal ini perlulah dipertimbangkan terutama mengenai likuiditas dan rentabilitasnya. Tetapi di samping itu perlu juga dipertimbangkan “soliditasnya”. Soliditas adalah menyangkut kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan, dan soliditas ini dibedakan dalam 3 jenis, yaitu: (1) *Soliditas komersial*, yaitu tingkat kepercayaan pihak luar yang diberikan kepada perusahaan yang bersangkutan sebagai akibat dari kejujuran pimpinan perusahaan untuk selalu memenuhi janji-janji dan kewajiban-kewajibannya tepat pada waktunya. (2) *Soliditas finansial*, yaitu kepercayaan yang diberikan oleh pihak luar kepada perusahaan yang bersangkutan yang timbul sebagai akibat dari terdapatnya modal kerja yang cukup di dalam perusahaan tersebut, sehingga diharapkan perusahaan tersebut akan dapat memenuhi kewajiban finansial tepat pada waktunya. (3) *Soliditas moral*, adalah kepercayaan yang diberikan oleh pihak luar kepada perusahaan yang bersangkutan yang timbul sebagai akibat dari sifat-sifat dan moral yang baik dari pimpinan perusahaan.

### **C. Mengadakan Klasifikasi Langgan Berdasarkan Risiko Pembayaran**

Setelah mengadakan penyelidikan mengenai kemampuan dan keadaan perusahaan, sifat, kebiasaan dan moral dari pimpinan perusahaan yang bersangkutan, maka kita dapat mengadakan klasifikasi para pelanggan berdasarkan risiko tidak memenuhi kewajibannya tepat pada waktunya, sehingga terdapat golongan-golongan risiko 5%, 10%, 15%, dan seterusnya.

### **C. Mengadakan Seleksi dari Para Pelanggan**

Berdasarkan penggolongan tersebut perusahaan dapat memutuskan untuk tidak memberikan kredit penjual atau memperbesar syarat pembayaran kepada pelanggan yang termasuk dalam golongan risiko yang lebih tinggi dari risiko 10%. Dengan demikian maka kredit penjual hanya diberikan kepada para pelanggan dari golongan risiko 10% ke bawah.

### **Perputaran Piutang dan Anggaran Pengumpulan Piutang**

Tinggi rendahnya *receivable turnover* mempunyai efek yang langsung terhadap besar kecilnya modal yang diinvestasikan dalam piutang. Makin tinggi *turnover*-nya, berarti makin cepat perputarannya, yang berarti makin pendek waktu terikatnya modal dalam piutang, sehingga untuk mempertahankan *net credit sales* tertentu, dengan naiknya *turnover*-nya, dibutuhkan jumlah modal yang lebih kecil yang diinvestasikan dalam piutang. Bagaimana hubungan antara penjualan kredit dengan “*cash flows*”? Sebagaimana telah diuraikan di muka bahwa *financial officer* lebih berkepentingan terhadap “*cash flows*” daripada transaksi penjualannya sendiri. Dalam penjualan kredit saat penyerahan barang atau saat penjualan tidak bersamaan waktunya dengan saat “*cash inflows*”. “*Cash inflows*” yang terjadi karena penjualan kredit itu dapat direncanakan dengan menyusun “anggaran pengumpulan piutang” (*receivables collection budget*).

Anggaran atau skedul pengumpulan piutang disusun berdasarkan anggaran penjualan dengan memperhatikan antara lain faktor-faktor: *terms of sales*, kebiasaan para langganan membayar utangnya.

### **Kebijakan Investasi terhadap Piutang**

Sebelum suatu kredit diputuskan, maka terlebih dahulu perlu dianalisis kelayakan kredit tersebut. Analisis kredit merupakan analisis yang digunakan untuk menilai layak tidaknya suatu kredit dikururkan oleh lembaga keuangan seperti bank. Tujuannya jangan sampai kredit yang dibiayai nantinya tidak layak. Kalau ini yang terjadi maka kemungkinan besar bank akan menderita kerugian karena ketidakmampuan nasabah untuk mengembalikan pinjamannya alias macet. Tidak hanya itu saja ketidakmampuan membayar angsuran kredit, bagi nasabah juga akan terkena dampak dari beban yang harus dibayar yang justru dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan lebih lanjut.

Macetnya pembayaran kredit nasabah memang bukan hanya karena salah perhitungan dalam analisis kredit yang sesungguhnya, akan tetapi dapat terjadi karena faktor lainnya, misalnya objek kredit yang dibiayai terkena bencana alam. Namun paling tidak apabila kredit telah dinilai secara baik, maka risiko kredit macet dapat diminimalkan. Oleh karena itu, sebelum kredit dikururkan wajib untuk terlebih dahulu dianalisis kelayakannya.

Analisis kredit dapat dilakukan dengan berbagai alat analisis. Riyanto (2014); Hanafi (2016) terdapat beberapa alat analisis yang dapat digunakan untuk menentukan kelayakan suatu kredit, seperti: *The Five C's of Credit The Seven P's of Credit*.

### **(1) *The Five C's of Credit***

#### ***Character***

Analisis ini untuk mengetahui sifat atau watak seorang nasabah pemohon kredit, apakah memiliki watak atau sifat yang bertanggung jawab terhadap kredit yang diambilnya. Dari watak atau sifat ini akan terlihat kemauan nasabah untuk membayar dalam kondisi sesulit apa pun. Namun sebaliknya jika nasabah tidak memiliki sifat yang mau membayar, maka nasabah akan berusaha mengelak untuk membayar dengan berbagai alasan tentunya. Watak atau sifat ini akan dapat dilihat dari masa lalu nasabah melalui pengamatan, pengalaman, riwayat hidup, maupun hasil wawancara dengan nasabah.

#### ***Capacity***

Analisis ini yaitu analisis yang digunakan untuk melihat kemampuan nasabah dalam membayar kredit. Kemampuan ini dapat dilihat dari penghasilan pribadi untuk kredit konsumtif dan melalui usaha yang dibiayai untuk kredit perdagangan atau produktif. Kemampuan ini penting untuk dinilai agar bank tidak mengalami kerugian. Untuk menilai kemampuan nasabah dapat dinilai dari dokumen yang dimiliki, hasil konfirmasi dengan pihak yang memiliki kewenangan mengeluarkan surat tertentu (misalnya penghasilan seseorang), hasil wawancara atau melalui perhitungan rasio keuangan.

#### ***Capital***

*Capital* adalah untuk menilai modal yang dimiliki oleh nasabah untuk membiayai kredit. Hal ini penting karena bank tidak akan membiayai kredit tersebut 100%. Artinya, harus ada modal dari nasabah. Tujuannya jika nasabah juga ikut memiliki modal yg ditanamkan di kegiatan tersebut, maka nasabah juga akan merasa

memiliki, sehingga termotivasi untuk bekerja sungguh-sungguh agar usaha tersebut berhasil, sehingga mampu untuk membayar kewajiban kreditnya.

### ***Condition of Economic***

Kondisi ini berhubungan dengan kondisi umum saat ini dan yang akan datang. Kondisi yang akan dinilai terutama kondisi ekonomi saat ini, apakah layak untuk membiayai kredit untuk sektor tertentu. Misalnya, kondisi produksi tanaman tertentu sedang membludak pasaran (jenuh), maka kredit untuk sektor tersebut sebaliknya dikurangi. Kondisi lainnya yang harus diperhatikan adalah kondisi lingkungan sekitar, misalnya kondisi keamanan dan kondisi sosial masyarakat.

### ***Collateral***

*Collateral* merupakan jaminan yang diberikan nasabah kepada bank dalam rangka pembiayaan kredit yang diaukannya. Jaminan ini digunakan sebagai alternatif terakhir bagi bank untuk berjaga-jaga kalau terjadi kemacetan terhadap kredit yang dibiayai. Mengapa *collateral* atau jaminan menjadi penilaian terakhir dari 5C, hal ini disebabkan karena yang paling penting adalah penilaian yang disebutkan sebelumnya, apabila sudah layak maka jaminan hanyalah merupakan tambahan saja, untuk berjaga-jaga karena ada faktor-faktor yang tidak dapat dihindari yang menyebabkan kredit macet, misalnya bencana alam. Di samping itu, juga untuk menjadi motivasi nasabah untuk membayar karena jaminannya ditahan oleh bank.

### ***The Seven P's of Credit***

#### ***Personality.***

Kepribadian merupakan penilaian yang digunakan untuk mengetahui kepribadian si calon nasabah. Dalam menilai kepribadian yang dilakukan bank, hamr sama dengan *character* atau sifat atau watak nasabah. Hanya saja *personality* lebih



ditekankan kepada orangnya, sedangkan dalam *character* termasuk kepada keluarganya.

***Purpose.***

*Purpose* atau tujuan mengambil kredit. Seperti diketahui sebelumnya bahwa tujuan untuk mengambil kredit ada tiga yaitu untuk usaha yang produktif, atau untuk digunakan sendiri (konsumtif), atau perdagangan. Penilaian dari ketiga tujuan ini sedikit berbeda, oleh karena itu jangan sampai pemberian kredit yang dikururkan oleh bank disalahgunakan oleh nasabah.

***Party***

*Party* dapat diartikan dalam menyalurkan kredit, bank memilah-milah menjadi beberapa golongan. Hal ini dilakukan agar bank lebih fokus untuk menangani kredit tersebut, misalnya kredit untuk usaha kecil, menengah, atau besar. Atau dapat juga dipilah berdasarkan wilayah, misalnya daerah pedesaan, perkotaan atau sektor usaha, misalnya peternakan, industri, atau sektor lainnya.

***Payment***

*Payment* adalah cara pembayaran kredit oleh nasabah. Penilaian yang dilakukan untuk menilai cara nasabah untuk membayar kredit, apakah dari penghasilan (gaji) atau dari sumber objek yang dibiayai. Dari penilaian ini akan terlihat kemampuan nasabah dalam membayar kredit.

***Prospect.***

*Prospect* yaitu untuk menilai harapan ke depan terutama terhadap objek kredit yang dibiayai. Tentunya harapan yang diinginkan adalah memberikan harapan yang baik atau cerah. Usaha yang tidak mengandung prospek cerah sebaiknya ditunda karena akan menyulitkan bank dan nasabah nantinya, misalnya usaha yang sudah memasuki titik jenuh.

### ***Profitability***

Kredit yang dibiayai oleh bank akan memberikan keuntungan bagi kedua belah pihak, baik bank ataupun nasabah. Jika tidak sebaiknya jangan diberikan. Keuntungan bagi bank tentunya adalah berupa balas jasa yang diberikan nasabah dari bunga atau bagi hasil. Sebaiknya bagi nasabah adalah berkembangnya usaha yang dibiayai yang ujung-ujungnya juga adalah keuntungan dan adanya tambahan modal baginya.

### ***Protection***

Proteksi atau perlindungan terhadap objek kredit yang dibiayai. Perlindungan ini dimaksudkan untuk melihat kemampuan dan keamanan investasi pada saat sekarang dan masa datang

### **Daftar Pustaka**

Brigham, E.F., dan Houston. (2009). *Fundamental of Financial Management: 12<sup>th</sup> Edition*. Cengage Learning, Singapore

Koh, A., Ang, S.K., Brigham, E.F., dan Ehrhart, M.C. (2014). *Financial Management: Theory and Practice, An Asia Edition*. Cengage Learning, Singapore.

Hanafi, M. Mamduh (2016). *Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 2 , Cetakan ke-1, BPFE UGM Yogyakarta.

Sartono, Agus (2014). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi k-4, BPFE UGM Yogyakarta.

## **BAB III**

### **MANAJEMEN PERSEDIAAN**

Manajemen persediaan merupakan sistem-sistem untuk mengelola persediaan. Bagaimana barang-barang persediaan dapat diklasifikasikan dan seberapa akurat catatan persediaan dapat dijaga. Kemudian, kita akan mengamati kontrol persediaan dalam sektor pelayanan. Manajer operasi diseluruh dunia telah menyadari bahwa manajemen persediaan yang baik sangatlah penting. Di satu sisi, sebuah perusahaan dapat mengurangi biaya dengan mengurangi persediaan.

Di sisi lain, produksi dapat berhenti dan pelanggan menjadi tidak puas ketika sebuah barang tidak tersedia. Tujuan manajemen persediaan adalah menentukan keseimbangan antara investasi persediaan dengan pelayanan pelanggan. Anda tidak akan pernah mencapai sebuah strategi berbiaya rendah tanpa manajemen persediaan yang baik (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016).

#### **Keakuratan Catatan Persediaan**

Keakuratan catatan persediaan adalah prasyarat bagi manajemen persediaan, penjadwalan, produksi dan pada akhirnya penjualan. Keakuratan bisa dipertahankan dengan sistem priodik atau perpetual. *Sistem priodik* memerlukan persediaan secara teratur (priodik) untuk menentukan kuantitas persediaan ditangan. Beberapa peritel kecil dan dimana fasilitas persediaan yang dikelola oleh penjual barang (penjual barang memeriksa kuantitas persediaan di tangan dan menyediakannya kembaliseperlunya) menggunakan sistem priodik.

Meskipun demikian kelemahan sistem priodik adalah kurangnya pengendalian antara tinjauan dan perlunya membawa persediaan tambahan untuk melindunginya dari kekurangan persediaan. Variasi dari sistem periodik adalah *sistem dua tempat sampah*. Dalam praktiknya, manajer toko akan mempersiapkan dua wadah

(masing masing wadah dengan persediaan yang cukup untuk memenuhi permintaan sepanjang waktu yang diperlukan untuk menerima pesanan lainnya) dan menempatkan pesanan ketika wadah kosong.

Alternatif lainnya adalah *persediaan perpetual* menelusuri penerimaan dan pengurangan persediaan secara berkelanjutan. Penerimaan persediaan biasanya dicatat di departemen penerimaan dalam beberapa cara setengah otomatis, seperti melalui pembaca kode batang (*barcode*), dan pengeluaran persediaan dicatat saat barang meninggalkan ruang penyimpanan atau di perusahaan ritel dicatat di kasir penjualan. Terlepas dari sistem persediaan yang ada, keakuratan catatan penjualan membutuhkan penyimpanan catatan persediaan masuk dan keluar yang baik, termasuk keamanan yang baik. Ruang penyimpanan yang tertata dengan baik, akses terbatas, tata graha yang baik serta tempat penyimpanan yang bisa menyimpan dalam jumlah yang tetap (Sartono, 2014).

Dalam fasilitas penyimpanan manufaktur ataupun ritel dimana wadah, 8 rak dan bagian penyimpanan diberi label secara akurat. Keputusan penting mengenai pemesanan, penjadwalan, dan pengiriman hanya dibuat ketika perusahaan mengetahui persediaan apa saja yang ada ditangan.

### **Persediaan**

Persediaan adalah salah satu aset termahal dari banyak perusahaan, dan mewakili sebanyak 50% dari keseluruhan modal yang diinvestasikan. Persediaan merupakan barang menganggur yang menunggu untuk digunakan atau dijual mengingat tiap perusahaan memiliki jenis persediaan yang berbeda dan memiliki tujuan yang berbeda pula dalam penggunaannya. Jadi, persediaan merupakan keseluruhan barang atau perlengkapan yang digunakan bagi perusahaan, baik untuk menjalankan proses produksi ataupun menjaga kelangsungan kegiatan operasional

perusahaan, baik itu perusahaan manufaktur ataupun perusahaan dagang yang bertujuan untuk memenuhi permintaan konsumen. Persediaan juga merupakan salah satu aspek yang terpenting bagi suatu perusahaan, karena sebagian besar atau lebih dari 50% modal dari perusahaan berupa persediaan (Hanafi, 2016; Sartono, 2014).

Permasalahan yang sering terjadi pada perusahaan retail adalah tidak akuratnya dalam menentukan jumlah persediaan atau salah dalam perhitungan manual dimana terjadi kelebihan persediaan (persediaan lebih dari pada yang dibutuhkan) atau kekurangan persediaan (persediaan kurang dari apa yang dibutuhkan). Persediaan (*Inventory*) adalah stok barang atau sumber daya apa pun yang digunakan dalam sebuah organisasi. *Sistem persediaan* adalah serangkaian kebijakan dan pengendalian yang mengawasi tingkat persediaan dan menentukan tingkat persediaan yang harus selalu ada, kapan persediaan harus diisi kembali, dan berapa besar pesanan yang harus dipesan.

Seluruh perusahaan (termasuk operasi JIT) menyimpan pasokan persediaan karena alasan sebagai berikut (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016):

a. Untuk mempertahankan operasi yang independen.

Pasokan bahan baku pada suatu *workcenter* memungkinkan fleksibilitas *workcenter* tersebut dalam operasi. Contohnya karena adanya biaya untuk setiap pengaturan produksi baru, persediaan ini memungkinkan manajemen untuk mengurangi banyaknya pengaturan. Stasiun kerja yang independen juga diharapkan ada pada lini perakitan. Waktu yang diperlukan untuk melakukan operasi yang serupa akan bervariasi pada suatu unit dan unit berikutnya. Oleh karena itu, diharapkan terdapat *cushion* dari beberapa bagian dalam stasiun kerja, sehingga waktu kinerja yang lebih pendek dapat mengkompensasi waktu kinerja yang lebih panjang. Hal ini dapat membuat output rata-rata menjadi cukup stabil.

- b. Untuk memenuhi variasi permintaan produk.

Jika permintaan produk diketahui dengan tepat, produksi produk tersebut dalam jumlah yang tepat sesuai dengan permintaan akan memungkinkan (meskipun tidak menghemat biaya). Namun, permintaan biasanya tidak sepenuhnya diketahui, dan stok pengaman atau penyangga harus tetap ada untuk menyerap variasi.

- c. Untuk memungkinkan fleksibilitas dalam penjadwalan produksi.

Stok persediaan meringankan beban pada system produksi karena produk-produk keluar dari system tersebut. Ini menyebabkan *lead time* yang lebih lama, yang memungkinkan perencanaan produksi dengan aliran yang lebih lancar dan biaya yang lebih rendah melalui produksi dengan ukuran lot yang lebih besar. Jika biaya pengaturan tinggi misalnya, akan lebih menguntungkan ketika jumlah unit yang diproduksi lebih besar untuk satu kali pengaturan.

- d. Sebagai pengaman untuk waktu pengiriman bahan baku yang bervariasi.

Ketika bahan baku dipesan dari vendor, penundaan dapat terjadi karena beragam alasan, misalnya variasi waktu pengiriman, kurangnya bahan baku di pabrik vendor yang menyebabkan backlog, pemogokan yang terjadi di pabrik vendor atau di salah satu perusahaan pengiriman, lost order, atau pengiriman bahan baku yang tidak tepat atau cacat.

- e. Untuk memanfaatkan ukuran ekonomis pesanan pembelian.

Untuk melakukan suatu pemesanan diperlukan biaya, antara lain tenaga kerja, panggilan telepon, pengetikan, pengiriman, dan lain-lain. Oleh karena itu, semakin besar ukuran pemesanan, semakin sedikit pemesanan yang harus ditulis. Selain itu, Biaya pengiriman juga akan lebih menguntungkan jika pemesanan semakin besar---semakin besar pengiriman, semakin kecil biaya per unit.

f. Banyak alasan lain berdasarkan situasi tertentu.

Berdasarkan situasinya, persediaan mungkin perlu disimpan. Contohnya, persediaan dalam perjalanan (in-transit) adalah bahan baku yang sedang dipindahkan dari pemasok kepada pelanggan dan bergantung pada kuantitas pesanan dan *lead time* transit. Contoh lainnya adalah persediaan yang dibeli sebagai antisipasi terhadap perubahan harga seperti bahan bakar untuk pesawat jet atau semikonduktor untuk computer.

### **Fungsi Persediaan**

Persediaan dapat memiliki berbagai fungsi yang dapat menambah fleksibilitas operasi perusahaan keempat fungsi persediaan adalah sebagai berikut (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016; Sartono, 2014): 1) Untuk memberikan pilihan barang agar dapat memenuhi permintaan pelanggan yang diantisipasi dan memisahkan perusahaan dari fluktuasi permintaan. Persediaan seperti ini digunakan secara umum pada perusahaan ritel. 2) Untuk memisahkan beberapa tahapan dari proses produksi. Contohnya, jika persediaan sebuah perusahaan berfluktuasi, persediaan tambahan mungkin diperlukan agar bisa memisahkan proses produksi dari pemasok. 3) Untuk mengambil keuntungan dari potongan jumlah kerana pembelian dalam jumlah besar dapat menurunkan biaya pengiriman barang. 4) Untuk menghindari inflasi dan kenaikan harga.

Persediaan memiliki peran yang sangat penting karena persediaan fisik banyak melibatkan investasi terbesar. Bila perusahaan menanamkan terlalu banyak dananya dalam persediaan, menyebabkan biaya penyimpanan yang berlebihan, dan mungkin memiliki "*Opportunity Cost*" (dana yang dapat ditanamkan dalam investasi yang lebih menguntungkan). Sebaliknya, bila perusahaan tidak mempunyai persediaan yang cukup, dapat mengakibatkan meningkatkan biaya-biaya karena

kekurangan bahan. Tujuan dari pengelolaan persediaan adalah untuk menjaga ketersediaan barang agar bisa memenuhi kebutuhan pelanggan dan juga untuk efektifitas biaya.

Secara traditional, perusahaan mengelola level persediaan untuk menjaga kebutuhan pelanggan dalam jangka panjang, untuk melindungi pasar terhadap beberapa produk dan maupun pesaing. Dengan banyaknya pesaing dan tingginya diversitas pasar dimana produk baru dan fitur produk baru secara masiv dan terus menerus diperkenalkan, dimana ini juga menambah biaya persediaan dari cepatnya produk menjadi usang, pada saat yang sama perusahaan secara terus menerus menginginkan biaya yang rendah agar dapat menyediakan produk dengan harga yang murah (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016; Sartono, 2014).

Manfaat ekonomis dari pengurangan persediaan adalah bukti dari statistik berikut ini ; Biaya penyimpanan persediaan rata-rata di Amerika Serikat adalah 30 sampai 35 persen dari nilai persediaan tersebut. Sebagai contoh, jika sebuah perusahaan menyimpan persediaan senilai \$20 juta, perusahaan akan mengeluarkan biaya yang lebih dari \$6 juta per tahun. Biaya-biaya ini terdiri atas biaya utama keusangan, biaya asuransi, dan biaya peluang bisa lebih dari \$3 juta, yang secara langsung dapat disimpulkan bahwa penghematan dari pengurangan persediaan menghasilkan peningkatan laba.

### **Pengendalian Persediaan**

Pengendalian persediaan merupakan sistem yang digunakan perusahaan sebagai laporan untuk manajemen puncak maupun manajer persediaan sebagai alat ukur kinerja persediaan dan dapat digunakan untuk membantu membuat kebijakan persediaan. Di dalam laporan tersebut berisi tingkat persediaan yang diinginkan, biaya



operasi persediaan dan tingkat investasi sebagai bahan perbandingan terhadap periode lainnya (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016; Sartono, 2014).

Sistem pengendalian persediaan adalah tingkat persediaan dengan menentukan berapa banyak pesanan (*level replenishment*) dan kapan melakukan pesanan. Ada dua jenis tipe dalam sistem persediaan : pertama adalah sistem berkelanjutan (jumlah pemesanan tetap), dan system priodik (waktu pemesanan tetap). Pada system berkelanjutan pesanan ditentukan dengan jumlah yang sama secara konstan ketika *inventory on hand* berkurang pada level tertentu. Sedangkan pada periodik system, pesanan ditentukan sebagai jumlah variable setelah ditentukan interval pesanan secara spesifik.

### **Jenis Persediaan**

Untuk mengakomodasi fungsi-fungsi persediaan, perusahaan harus memelihara empat jenis persediaan (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016; Sartono, 2014):

a. Persediaan bahan baku (*Raw Material Stock*)

Bahan-bahan yang biasanya dibeli, tetapi belum memasuki proses manufaktur. Persediaan ini dapat digunakan untuk melakukan *decouple* pemasok dari proses produksi.

b. Persediaan barang setengah jadi (*Work In Process – WIP Inventory*)

Produk-produk atau komponen-komponen bahan mentah yang telah melewati beberapa proses perubahan, tetapi belum selesai.

c. Persediaan pasokan pemeliharaan/ perbaikan/ operasi (MRO)

Persediaan-persediaan yang untuk persediaan pemeliharaan, perbaikan, operasi yang dibutuhkan untuk menjaga agar mesin-mesin dan proses proses tetap produktif

d. Persediaan barang jadi (*Finished goods stock*)

Barang yang sudah siap dijual, tetapi masih merupakan aset dalam pembukuan perusahaan. Ketika Permintaan sulit diprediksi dalam presisi yang besar serta menjaga stock supaya resiko berkaitan dengan kehabisan persediaan (*stockout*) dapat dikelola. Terdapat tiga model berikut (Brigham & Houston, 2009; Sartono, 2014): 1) Media Periode Tunggal (*single-period model*). Model ini digunakan pada waktu melakukan pembelian suatu kali atas suatu produk. Contohnya ketika membeli kaus yang akan dijual karena ada suatu pertandingan olahraga tertentu. 2) Model Kuantitas Pesanan Tetap (*fixed-order quantity model*). Model ini digunakan ketika kita ingin menyimpan suatu produk dalam persediaan, dan setiap kali akan memasok ulang, telah ditentukan jumlah tertentu yang harus dipesan. Persediaan barang tersebut diawasi sampai volumenya turun ke level yang mana risiko akan habisnya persediaan cukup besar, sehingga terpaksa melakukan pemesanan. 3) Model Periode Waktu Tetap (*fixed-time period model*). Model ini serupa dengan model kuantitas pesanan tetap, yaitu digunakan ketika persediaan barang harus ada dan siap digunakan. Dalam model ini tidak dilakukan pengawasan terhadap tingkat persediaan dan pemesanan ketika volumenya menurun hingga mencapai kuantitas kritis, tetapi barang tersebut dipesan pada interval waktu tertentu, misalnya setiap Jum'at pagi. Model ini sangat sesuai ketika pemesanan sedang dilakukan atas sekelompok barang secara bersama. Contohnya adalah pengiriman beberapa jenis roti yang berbeda ke toko bahan makanan. Produk roti yang distok oleh pemasok tersebut pada sebuah toko mungkin ada 10 atau lebih. Pengiriman sepuluh produk tersebut pada waktu dan jadwal yang sama akan jauh lebih efisien daripada pengiriman masing-masing produk secara terpisah pada waktu yang berbeda.

## **Daftar Pustaka**

Brigham, E.F., dan Houston. (2009). *Fundamental of Financial Management: 12<sup>th</sup> Edition*. Cengage Learning, Singapore

Koh, A., Ang, S.K., Brigham, E.F., dan Ehrhart, M.C. (2014). *Financial Management: Theory and Practice, An Asia Edition*. Cengage Learning, Singapore.

Hanafi, M. Mamduh (2016). *Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 2 , Cetakan ke-1, BPFE UGM Yogyakarta.

Sartono, Agus (2014). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi k-4, BPFE UGM Yogyakarta.

## **BAB IV**

### **MODAL KERJA**

#### **Pengertian Modal Kerja**

Modal kerja (*working capital*) merupakan modal yang perputarannya atau jangka waktunya tidak lebih dari satu tahun periode berjalan. Modal kerja adalah investasi perusahaan dalam aktiva lancar (*current assets*). Modal kerja secara kolektif mencakup aktiva dan passiva lancar dalam jangka pendek (Koh, et. Al, 2014; Brigham & Houston, 2009, Hanafi, 2016; Sartono, 2014). Modal kerja merupakan modal yang digunakan untuk melakukan kegiatan operasi perusahaan. Modal kerja diartikan sebagai investasi yang ditanamkan dalam aktiva lancar atau aktiva jangka pendek, seperti kas, bank, surat-surat berharga, piutang, persediaan, dan aktiva lancar lainnya. Modal kerja adalah jumlah keseluruhan aktiva lancar, terutama terdiri atas kas-bank, piutang, dan persediaan barang-barang.

Secara umum modal kerja berarti: (1) seluruh aktiva lancar atau modal kerja kotor (*gross working capital*) atau konsep kuantitatif (2) aktiva lancar dikurangi utang lancar (*net working capital*) atau konsep kualitatif (3) keseluruhan dana yang diperlukan untuk menghasilkan laba tahun berjalan (*functional working capital*) atau konsep fungsional, termasuk dana yang berasal dari penyusutan. Tiga konsep modal kerja, yakni: (1) konsep kuantitatif (2) konsep kualitatif (3) konsep fungsional.

Konsep kuantitatif, modal kerja adalah sebesar dana yang tertanam dalam aktiva lancar. Karena itu, modal kerja menurut konsep kuantitatif sering disebut sebagai modal kerja bruto (*gross working capital*). Dikatakan demikian karena keseluruhan dana yang tertanam dalam aktiva lancar itu akan sekali berputar dan kembali dalam bentuk kas dalam jangka waktu pendek.

Konsep kualitatif, modal kerja adalah kelebihan aktiva lancar (*current assets*) di atas hutang lancar (*current liabilities*), karenanya menurut konsep ini modal kerja sering disebut sebagai modal kerja netto (*net working capital*) dikatakan demikian sebab hanya bagian dari kelebihan aktiva lancar di atas hutang lancar sajalah yang dapat digunakan sebagai modal kerja. Sedangkan bagian aktiva lancar sebesar hutang lancar itu tidak boleh diganggu gugat, sebab bagian itu untuk menjaga likuiditas perusahaan, yakni untuk membayar hutang-hutang yang segera harus dibayar.

Konsep fungsional, yang dianggap modal kerja adalah bagian dari aktiva lancar yang dapat menghasilkan pendapatan operasi (*operating income*) dan pendapatan sekarang (*current income*). Artinya, bagian dari aktiva lancar yang tidak mampu menghasilkan pendapatan operasi hanya dianggap sebagai modal kerja potensiil (*potential working capital*). Misalkan bagian aktiva lancar perusahaan semen yang tertanam dalam bentuk surat berharga, karena tidak menghasilkan *operating income*, maka tidak disebut sebagai modal kerja, keuntungan dalam piutang tidak dianggap sebagai modal kerja, melainkan modal kerja potensiil ((Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016; Sartono, 2014).

### **Unsur Modal Kerja**

Unsur atau elemen modal kerja, yaitu:

#### **1. Kas.**

Kas merupakan bagian dari harta perusahaan yang paling likuid dan dapat digunakan untuk memenuhi kewajiban finansial perusahaan. Selain itu merupakan alat tukar yang memungkinkan manajemen menjalankan berbagai kegiatan usahanya. Oleh karena itu, diperlukan manajemen pada kas perusahaan. Tujuannya adalah untuk menentukan kas minimum yang selalu harus tersedia, agar selalu dapat memenuhi kewajiban pembayaran yang sudah sampai waktunya.

Semakin besar jumlah kas yang ada dalam perusahaan berarti perusahaan mempunyai resiko lebih baik dalam melunasi kewajibannya.

## **2. Piutang Dagang**

Tindakan penjualan kredit biasa dilakukan dalam dunia usaha dengan tujuan untuk merangsang minat para pelanggan dan memperbesar jumlah konsumen. Piutang yang diterapkan pada perusahaan dapat menaikkan hasil penjualan, menaikkan laba, dan memenangkan persaingan. Pengelolaan piutang yang efisien dapat dilihat pada neraca yaitu besar kecilnya piutang terutama dalam menetapkan jangka waktu kredit yang akan mempengaruhi perputaran kerja. Sebaliknya bila terlalu ketat maka penjualan akan menurun sehingga keuntungan akan menurun juga. Untuk mengendalikan piutang, perusahaan perlu menetapkan kebijakan kreditnya. Kebijakan ini berfungsi sebagai standar, apabila suatu saat pelaksanaan penjualan kredit dan pengumpulan piutang tidak sesuai dengan standar yang telah ditentukan maka perusahaan perlu melakukan perbaikan.

## **3. Persediaan**

Persediaan merupakan bagian utama dari modal kerja, sebab dilihat dari jumlahnya biasanya persediaan inilah unsur modal kerja yang paling besar. Hal ini dapat dipahami karena persediaan merupakan faktor penting dalam menentukan kelancaran operasi perusahaan, tanpa ada persediaan yang memadai kemungkinan besar perusahaan tidak bisa memperoleh keuntungan yang diinginkan, disebabkan proses produksi akan terganggu. Mengenai persediaan, perbedaan jenis perusahaan juga akan mempengaruhi pos persediaannya, misalnya persediaan untuk perusahaan yang hanya melakukan perdagangan, mungkin hanya persediaan berupa persediaan barang dagangan, sedangkan

perusahaan yang melakukan pembuatan barang, persediaannya terdiri dari bahan mentah, barang setengah jadi, dan barang jadi.

Unsur, komponen atau elemen modal kerja dapat dilihat pada setiap neraca perusahaan, yaitu pada semua perkiraan aktiva lancar dan kewajiban lancarnya (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016; Sartono, 2014). Apabila kita melihat beberapa pos neraca, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: (1) Kas dan Persediaan merupakan modal kerja. (2) Piutang Dagang terbagi 2 (dua) bagian: Bagian dana dalam bentuk piutang yang diinvestasikan dalam produk yang terjual (harga pokok produknya) merupakan modal kerja. Bagian dana dalam bentuk piutang yang merupakan keuntungan dari produk yang terjual secara kredit merupakan modal kerja potensial karena baru bisa dianggap sebagai modal apabila piutangnya telah tertagih. (3) Efek yang bisa diperjualbelikan merupakan modal kerja potensial, karena baru bisa dianggap modal apabila efek tersebut sudah terjual. (4) Aset Tetap, terbagi 2 (dua) bagian yaitu: Penyusutan aset tetap merupakan modal kerja. Nilai buku aset tetap bukan merupakan modal kerja.

### **Jenis Modal Kerja**

Jenis modal kerja dibedakan menjadi dua jenis, yaitu (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016; Sartono, 2014): a) Modal Kerja Permanen, merupakan modal kerja yang harus tetap ada atau terus-menerus diperlukan untuk kelancaran usaha. Terdiri dari: Modal kerja primer, yaitu jumlah modal kerja minimum yang harus ada pada perusahaan untuk menjamin kontinuitas usaha. Modal kerja normal, yaitu jumlah modal kerja untuk menyelenggarakan luas produksi normal. b) Modal Kerja Variabel, merupakan jumlah modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah sesuai dengan perubahan keadaan. Terdiri dari: Modal kerja musiman, merupakan modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah karena pengaruh musim.

Modal kerja siklis, yaitu merupakan modal kerja yang besarnya berubah-ubah karena fluktuasi konjungtur. Jumlah modal kerja berubah-ubah sesuai dengan keadaan perekonomian. Pada keadaan perekonomian baik maka kebutuhan modal kerja akan meningkat, sebaliknya pada keadaan perekonomian buruk kebutuhan modal kerja akan menurun.

Modal kerja darurat, merupakan modal kerja yang besarnya berubah-ubah karena adanya keadaan darurat yang tidak dapat diduga sebelumnya. Misalnya: adanya pemogokan buruh, adanya banjir, adanya perubahan peraturan ekonomi yang mendadak.

### **Faktor yang Mempengaruhi Modal Kerja**

Faktor yang mempengaruhi modal kerja antara lain (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016; Sartono, 2014):

#### 1. Sifat atau Jenis Perusahaan

Modal kerja dari suatu perusahaan jasa relatif akan lebih rendah bila dibandingkan dengan kebutuhan modal kerja perusahaan industri, karena untuk perusahaan jasa tidak memerlukan investasi yang besar dalam kas, piutang maupun persediaan. Apabila dibandingkan dengan perusahaan industri, maka kedaannya sangatlah ekstrim karena perusahaan industri harus mengadakan investasi yang cukup dalam aktiva lancar agar perusahaannya tidak mengalami kesulitan di dalam operasionalnya sehari-hari. Apabila dibandingkan dengan perusahaan jasa, perusahaan industri membutuhkan modal yang lebih besar, bahkan di antara perusahaan industri sendiri kebutuhan modal kerjanya pun tidak sama.



## 2. Waktu Produksi dan Harga Persatuan

Kebutuhan modal kerja suatu perusahaan berhubungan langsung dengan waktu yang dibutuhkan untuk memperoleh barang yang akan dijual maupun bahan dasar yang akan diproduksi sampai barang tersebut dijual. Makin panjang waktu yang dibutuhkan untuk memproduksi atau untuk memperoleh barang tersebut makin besar pula modal kerja yang dibutuhkan. Makin tinggi harga pokok barang satuan yang dijual akan semakin besar pula kebutuhan akan modal kerja.

## 3. Syarat Pembelian Bahan atau Barang Dagangan

Syarat pembelian barang dagangan atau bahan dasar yang akan digunakan untuk memproduksi barang sangat mempengaruhi modal kerja yang dibutuhkan oleh perusahaan yang bersangkutan. Apabila syarat kredit yang diterima pada waktu pembelian menguntungkan, maka sedikit uang kas yang diinvestasikan dalam persediaan bahan atau barang dagangan, sebaliknya jika pembayaran atau barang yang dibeli tersebut harus dilakukan untuk membiayai persediaan yang semakin besar.

## 4. Syarat Pembelian

Semakin lunak kredit yang diberikan oleh perusahaan kepada para pembeli akan mengakibatkan besarnya jumlah modal yang harus diinvestasikan dalam sektor piutang. Apabila untuk memperendah dan memperkecil jumlah modal kerja yang harus diinvestasikan dalam piutang yang tak dapat ditagih, maka perusahaan harus memberikan potongan tunai kepada para pembeli, karena dengan demikian para pembeli akan tertarik untuk segera membayar hutangnya tersebut.

## 5. Tingkat Perputaran Persediaan

Tingkat perputaran persediaan, menunjukkan berapa kali persediaan tersebut diganti dalam arti dibeli untuk dijual kembali. Semakin tinggi perputaran persediaan tersebut, maka jumlah modal kerja yang dibutuhkan semakin rendah. Perencanaan dan pengawasan yang teratur dan efisien, dapat dicapai melalui tingkat perputaran yang tinggi. Semakin cepat atau semakin tinggi perputaran akan memperkecil resiko terhadap kerugian yang disebabkan karena penurunan harga atau karena perubahan selera konsumen, di samping itu akan menghemat ongkos penyimpanan dan pemeliharaan terhadap persediaan tersebut.

### **Sumber dan Penggunaan Modal Kerja**

Hubungan antara sumber dan penggunaan modal kerja sangat erat. Penggunaan modal kerja akan dapat mempengaruhi jumlah modal kerja. Apabila sumber lebih besar daripada penggunaan, berarti ada kenaikan modal kerja, sebaliknya apabila penggunaan lebih besar daripada sumber modal kerja, berarti terjadi penurunan modal kerja.

### **Sumber Modal Kerja**

Modal kerja yang dibutuhkan oleh perusahaan dapat dipenuhi oleh dua sumber, yaitu (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016; Sartono, 2014): 1) Sumber intern, yaitu modal kerja yang dihasilkan oleh perusahaan sendiri yang terdiri dari laba yang ditahan, penjualan aktiva tetap, keuntungan penjualan surat-surat berharga di atas harga nominal dan cadangan penyusutan. 2) Sumber ekstern, yaitu modal kerja yang berasal dari luar perusahaan yang merupakan hutang bagi perusahaan. Sumber-sumber modal kerja yang akan menambah modal kerja yaitu: 1) Adanya kenaikan sektor modal, baik yang berasal dari laba maupun dari penambahan modal saham. 2) Adanya pengurangan atau penurunan aktiva tetap karena adanya penjualan

aktiva tetap maupun melalui proses depresiasi. 3) Adanya penambahan hutang jangka panjang baik dalam bentuk obligasi maupun hutang jangka panjang lainnya.

### **Penggunaan Modal Kerja**

Penggunaan modal kerja akan menyebabkan perubahan bentuk maupun penurunan jumlah aktiva lancar yang dimiliki perusahaan, namun tidak selalu penggunaan aktiva lancar diikuti dengan perubahan dan penurunan jumlah modal kerja. Penggunaan modal kerja yang mengakibatkan turunnya modal kerja, antara lain: (1) berkurangnya modal sendiri karena kerugian maupun pengambilan privasi oleh pemilik perusahaan (2) pembayaran utang-utang jangka panjang (3) adanya penambahan dan pembelian aktiva tetap (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016; Sartono, 2014).

Secara umum penggunaan modal kerja biasa dilakukan perusahaan untuk: 1) Pengeluaran untuk gaji, upah, dan biaya operasi perusahaan lainnya. 2) Pengeluaran untuk membeli bahan baku atau barang dagangan. 3) Menutupi kerugian akibat penjualan surat berharga. 4) Pembelian aktiva tetap (tanah, bangunan, kendaraan, mesin, dan lain-lain). 5) Pembayaran utang jangka panjang (obligasi, hipotek, utang bank jangka panjang). 6) Pembelian atau penarikan kembali saham yang beredar. 7) Pengambilan uang atau barang untuk kepentingan pribadi pemilik, dan, 8) Penggunaan lainnya.

### **Penentuan Besarnya Modal Kerja**

Meskipun metode perhitungan modal kerja atau pengertian modal kerja yang digunakan berbeda, namun ada hal-hal yang tetap sama, yaitubahwa dalam penentuan kebutuhan modal kerja atau komposisi modal kerja tergantung pada: a) Besar kecilnya kegiatan usaha atau perusahaan (produksi dan penjualan), dimana semakin besar kegiatan perusahaan semakin besar modal kerja yang diperlukan. Selain besar

kecilnya usaha, sifat perusahaan juga mempengaruhi besarnya modal kerjanya. Misalnya usaha jasa angkutan dan sebagainya, membutuhkan modal kerja relatif kecil atau bahkan hampir-hampir tidak ada persediaan. Sebaliknya perusahaan kontraktor, terdapat piutang dan persediaan. b) Kebijakan tentang penjualan (secara kredit atau tunai). Persediaan dengan EOQ (*Economic Order Quantity*) dan *safety stock*. Saldo kas minimal, pembelian bahan (secara kredit atau tunai). c) Faktor lain, seperti: 1) Faktor-faktor ekonomi. 2) Peraturan pemerintah yang berkaitan dengan uang ketat atau kredit ketat. 3) Tingkat bunga yang berlaku. 4) Peredaran uang. 5) Tersedianya bahan-bahan di pasar. 6) Kebijakan-kebijakan perusahaan yang lainnya (Brigham & Houston, 2009; Hanafi, 2016; Sartono, 2014).

Untuk menentukan berapa jumlah kebutuhan akan modal kerja dapat diketahui melalui metode perputaran modal kerja. Metode ini menggunakan analisis laporan keuangan perusahaan. Efektivitas dan efisiensi manajemen modal kerja juga dapat dilihat dari bagaimana perputaran modal kerja yang terjadi tiap tahunnya. Dari perputaran modal kerja ini, akan dapat diketahui bagaimana perusahaan mampu memanfaatkan modal kerja mereka untuk mendapatkan kelancaran kegiatan operasional.

### **Daftar Pustaka**

Brigham, E.F., dan Houston. (2009). *Fundamental of Financial Management: 12<sup>th</sup> Edition*. Cengage Learning, Singapore

Koh, A., Ang, S.K., Brigham, E.F., dan Ehrhart, M.C. (2014). *Financial Management: Theory and Practice, An Asia Edition*. Cengage Learning, Singapore.

Hanafi, M. Mamduh (2016). *Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 2, Cetakan ke-1, BPFE UGM Yogyakarta.

Sartono, Agus (2014). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi ke-4, BPFE UGM Yogyakarta.

## **BAB V**

### **STUDI EMPIRIS I**

#### **PENYIMPANGAN KAS, KECEPATAN PENYESUAIAN KAS DAN NILAI PERUSAHAAN DI INDONESIA**

**Penulis:**

**Dr. R.Heru Kristanto HC, M.Si**  
**Prof. Dr. Mamduh M Hanafi, MBA**  
**Dr. Bowo Setiyono, M.Com**  
**Dr. I Wayan Nuka Lantara, M.Si**

Manajemen FEB UPN V Yogyakarta  
Manajemen FEB UGM Yogyakarta  
Manajemen FEB UGM Yogyakarta  
Manajemen FEB UGM Yogyakarta

#### **Abstract**

This purpose of this research is to investigate impact deviation standard cash holding, speed of adjustment and firm value. This research use a sample of Indonesian non financial publicly traded firms for the period 2001-2017. This paper use Dynamics Panel CSF-EGL regression techniques to estimate cash holdings and interaction effect use RMA.

Result the research that: first: deviation standard cash holding causes negative effect the firms value. Cash holding speed of adjustment causes positive the effect firms value. Second, interaction effect corporate governance are divers. Thirth investments weaken the relationship between deviation standard cash holdings and firm value. Fourth, investment institutional ownership weaken the relationship of deviation standard cash holdings speed of adjustment and firm value. Debt strengthens the relationship between deviation standard cash holdings speed of adjustment firm value.

**Keywords:** deviation standard cash, cash holding speed of adjustment, insider ownership, institutional ownership, board independent, investments, debt.

## **Pendahuluan**

Dalam *perfect capital market*, level dan perubahan secara dinamik *cash holding* merupakan keputusan yang *irrelevant* (Opler et al., 1999; Orlova, 2013; Shipe, 2015). Keputusan *cash holding* merupakan keputusan yang harus dibuat manajer dalam menjaga kemampuan kegiatan operasional perusahaan. Banyak perusahaan secara signifikan berbeda dalam level kas dan kas optimal yang dipengaruhi oleh banyak faktor. Beberapa penelitian mencoba menentukan faktor yang mempengaruhi *cash holding* perusahaan dan menghasilkan temuan yang beragam (Luo dan Hachiya, 2005; Pinkowitz, et al., 2003; Zhou, 2014; Samuel, et al., 2015).

Chen, et al. (2015) menunjukkan bahwa median *cash to total asset ratio* diberbagai negara sangat beragam pada rentang waktu tahun 1989-2009. Perkembangan rasio *cash holding (cash+short term investment dari total asset)* perusahaan-perusahaan publik non keuangan di Indonesia selama tahun 2000-2011 bergerak pada kisaran 9,8%-13,1% (Hendrawati, 2015). Riset Kristanto dan Lantara (2016), Kristanto, et al. (2017) pada perusahaan Aneka Industri di Indonesia tahun 2001-2015, menunjukan bahwa mean *cash holding (cash+cash equivalent / total asset)* sebesar 5,9%, sedangkan mean nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin-Q sebesar 1,146. Naiknya trend *cash holding* diberbagai perusahaan di beberapa negara adalah penjelasan berdasarkan teori Keynes (1939). Perusahaan akan cenderung meningkatkan *cash holding* dikarenakan meningkatnya transaksi operasional perusahaan dan motif berjaga untuk kondisi dimasa mendatang yang tidak pasti (Bates, et al., 2009; Almeida, et al., 2014; Chen, et al., 2015). Berapa studi empiris menemukan hubungan positif antara *cash holding* dengan nilai perusahaan (Pinkowitz, et al., 2003; Saddur, 2006; Fresard, 2010, Kalcheva dan Lins, 2007; Loncan dan Caldeira, 2014; Zhou, 2014).

Topik target *adjustment of cash holding* dibangun berdasarkan literatur *leverage speed of adjustment* (Huang dan Ritter, 2009). Ide optimal atau target leverage merupakan sentral *trade off theory* struktur modal. Kerangka kerja model *trade off speed of adjustment* merupakan keseimbangan antara *cost adjustment* dan penyimpangan dari target (Huang dan Ritter, 2009; Orlova, 2013). Studi *leverage speed of adjustment* kemudian dikembangkan dengan berbagai faktor seperti *adjustment cost* (Faulkender, et al., 2012), tingkat dan ukuran deviasi dari target (Byoun, 2008) dan juga karakteristik spesifik perusahaan (John, et al., 2011).

Kas perusahaan dan permintaan kas pada umumnya mengalami dinamika perubahan dikarenakan kondisi internal dan eksternal perusahaan. Penilaian kas yang dilakukan dengan model *time varying, optimal level of cash holding* selalu mengalami perkembangan (Shipe, 2015). Perubahan secara dinamis dalam mencapai *cash holding* pada level optimal akan memotivasi perusahaan untuk secara aktif melakukan penyesuaian kas kedalam level optimal. Jiang dan Lie (2015) mengungkapkan bahwa *cash holding speed of adjustment* merefleksikan beberapa faktor yaitu: 1) biaya penyimpangan dari target rasio, 2) biaya penyesuaian kas dan, 3) keinginan manajer untuk menyesuaikan dengan kas rasio.

Biaya penyimpangan dari target rasio merupakan biaya yang dihubungkan dengan *financial distress, underinvestment* jika rasio terlalu rendah dan *overinvestment* jika rasio terlalu tinggi. Jika rasio kas dibawah target, perusahaan dapat memotong investasi dan menambah modal baru sehingga biaya penyesuaian menjadi naik. Jika rasio kas diatas target dan terjadi *excess cash* positif, maka perusahaan dapat membayar hutang atau membayarkan dividen. Keinginan manajer dalam menyesuaikan kas atau *speed of cash holding* juga dapat beragam. Opler et al. (1999) mengungkapkan bahwa manajer akan menggunakan *excess cash* guna

meningkatkan nilai perusahaan. Jensen (1986) mengungkapkan bahwa keinginan untuk mendapatkan keuntungan pribadi, maka manajer akan menggunakan *excess cash* kedalam aktivitas yang tidak efisien dan lebih banyak pada kepentingan manajer. Penyesuaian *cash holding* secara terus menerus kedalam level optimal akan meningkatkan nilai perusahaan (Orlova, 2013; Shipe, 2015). Perusahaan dan manajer perusahaan berusaha untuk mencapai kas yang optimal dan berusaha membuat kebijakan kas yang tepat. Kebijakan kas tersebut dapat diuji kebenarannya (Orlova, 2013; Shipe, 2015; Jiang & Lie, 2015).

*Corporate governance* yang efektif dan efisien dapat mengendalikan masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *excess cash holding*. Di beberapa perusahaan, *insider ownership* sering tidak mengadopsi kebijakan yang berkontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan Anderson, Hamidi (2016). Bukti empiris pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan masih beragam. Beberapa riset menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sementara riset yang lain berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Thomsen dan Pederson, 2000; Johnsen dan Milton, 2003, Sun dan Tong, 2002). Dewan komisaris memiliki peranan yang sangat vital dalam suatu perusahaan. Pembentukan komisaris dan komite audit dimasukkan untuk meningkatkan fungsi dewan komisaris dalam meningkatkan kepentingan perusahaan dan pemilik perusahaan atau pemegang saham. Melalui pengawasan yang optimal, maka komisaris independen dapat mengurangi pengambilan risiko yang berlebihan dan perilaku *moral hazard* yang diambil oleh komisaris non independen (Byrd dan Hickman, 1992; Rosenstin dan Wyatt, 1990; Coles, et al., 2001).

Perusahaan yang memiliki kelebihan kas atau *free cash flow* cenderung melakukan investasi yang berlebihan (Dechow et al., 2005), bahkan ketika perusahaan



menghadapi kesempatan investasi yang rendah (Opler et al., 1999). Peneliti lain juga menemukan bahwa perusahaan yang memiliki kas banyak cenderung melakukan akuisisi yang akan diikuti oleh penurunan kinerja operasi. (Harford, 1999). Lau dan Block (2012) juga menemukan bahwa kinerja operasi perusahaan dimasa mendatang akan lebih rendah pada perusahaan yang melakukan pengeluaran investasi dan hubungan negatif ini semakin kuat ketika terdapat *free cash flow* yang tinggi.

Hutang akan memaksa manajer untuk membayar bunga dan pokok hutang secara periodik, sehingga mencegah keleluasaan manajer mengeksploitasi aliran kas yang ada dalam perusahaan untuk pengeluaran yang tidak tepat. Penelitian Byers, et al. (2008), Gillan (2006) menemukan bukti empiris bahwa hutang, hutang bank, dapat menggantikan mekanisme monitoring khususnya pada saat tata kelola perusahaan lemah. Hutang akan memaksa manajer untuk menghasilkan kas guna memenuhi kewajiban pembayaran bunga hutang dan pokok pinjaman.

Kecepatan perusahaan menyesuaikan *excess cash holding* kedalam kondisi *optimal cash holding* merupakan hal yang sangat menarik. Hal tersebut dikarenakan semakin cepat perusahaan menyesuaikan atau *cash holding speed of adjustment* ke dalam *optimal cash holding*, maka perusahaan tersebut merupakan perusahaan yang sehat. Penelitian ini dimotivasi oleh keinginan peneliti untuk menjelaskan implikasi *cash holding speed of adjustment, standart deviation cash* terhadap nilai perusahaan. Motivasi penelitian berikutnya untuk melakukan pengujian, menganalisa kekuatan interaksi *corporate governance* (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, komisaris independen), investasi, hutang.

### ***Literature Review and Pengembangan Hipotesis***

Studi awal untuk mengestimasi *cash holding* dilakukan oleh Opler et al., (1999) dengan model *a partial adjustment cash holding*. Venkiteswaran (2011),

Dittmar dan Duckin (2011) menemukan hasil bahwa perusahaan berusaha melakukan penyesuaian *cash holding* ke target level. Penelitian Dittmar dan Duchin (2011) menemukan indikasi bahwa *speed of adjustment* dalam penyesuaian *cash holding* ke dalam *target cash holding* akan lebih cepat pada perusahaan yang lebih muda dibandingkan perusahaan yang sudah tua. Dittmar dan Duchin (2011) menemukan hasil bahwa penyesuaian terhadap biaya atau *adjustment cost* memainkan peranan yang penting dalam penyesuaian *cash flow*. Kedua penelitian tersebut mengindikasikan adanya pengaruh *corporate governance* dalam *cash holding speed of adjustment* terhadap target *cash holding*. Perusahaan dengan *excess level cash* positif akan lebih lambat dalam *cash holding speed of adjustment* ke level optimal dibandingkan dengan perusahaan dengan level *excess cash* negatif. Perusahaan dengan *cash holding speed of adjustment* yang semakin cepat akan meningkatkan kinerja perusahaan dibandingkan dengan perusahaan dengan *cash holding speed of adjustment* yang lambat.

Model *pecking order theory* mengungkapkan bahwa level optimum jumlah kas perusahaan merupakan fungsi preferensi manajer dengan menggunakan sumberdaya internal untuk mengurangi *transaction cost* dan *asymmetric information*. Penelitian yang berhubungan dengan *cost-benefit* dan likuiditas yang berdampak positif pada kinerja perusahaan dengan dalam berbagai ukuran atau proksi. dilakukan oleh Pinkowitz, et al., (2003), Fresard (2010), Kalcheva dan Lins, (2007); Zhou, (2014). *Cash holding* yang berada diatas optimal atau terjadi *positive excess cash* sebaiknya digunakan untuk investasi yang memiliki NPV positif.

Berbagai penelitian *cash holding* perusahaan dikembangkan dari teori struktur modal yaitu: *trade off theory*, *agency theory*, *pecking order theory* dan *market timing* guna menjelaskan *corporate liquidity* (Opler, et al., (1999); Venkitesshwaran, 2011;

Dittmar dan Duchin, 2011; Orlova, 2013). Dalam perkembangan literatur *cash holding*, penggunaan metodologi *cash holding speed of adjustment* merupakan pendekatan yang sama seperti dalam pengujian *trade off theory* dalam literature *capital structure* (Byoun, (2008); Jiang & Lie, 2016)

Perusahaan berusaha mencapai *cash holding speed of adjustment* terhadap target level optimal, antara lain adalah menekan *over investment*, menjaga cadangan kas dan juga efek *smoothing* perubahan kondisi ekonomi secara substansial merupakan indikasi pengelolaan kas yang baik (Orlova, 2013; Shipe, 2015). *Cash holding speed of adjustment* mengurangi biaya transaksi, *trade off* antara biaya dan manfaat yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Shipe (2015) menemukan hasil bahwa *speed of adjustment* yang diukur dari *cash volatility cash holding* mengindikasikan peningkatan nilai perusahaan yang diukur dari Tobin Q. Hasil penelitian tersebut juga menunjukkan hubungan positif antara *cash holding speed of adjustment* dengan nilai perusahaan. Hal tersebut konsisten dengan pengelolaan kas bahwa *cash holding* akan selalu disesuaikan secara dinamis ke dalam level kas optimal. Penyimpangan yang besar dari target kas akan mengakibatkan perusahaan memiliki eksekas kas yang besar dan akan berdampak negatif atau kecenderungan timbul masalah keagenan.

Hipotesis 1 penelitian ini adalah *cash holding speed of adjustment, deviation standard cash* berhubungan dengan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa problem keagenan terjadi karena adanya kontrak antara pemilik dan manajer, dimana kedua pihak merupakan pemaksimum kesejahteraan. Jensen (1983) menjelaskan bahwa dewan direksi dapat mengurangi konflik keagenan dengan memisahkan manajemen dari pengawasan proses pengambilan keputusan. Coles, et al. (2008) berpendapat bahwa kehadiran

*blockholders* merupakan cara lain untuk mengurangi perilaku *moral hazard* yang dilakukan manajemen, sehingga pengawasan akan lebih efektif dan akan meningkatkan nilai perusahaan. Dewan yang lebih besar menyediakan pemantauan yang lebih besar sehingga meningkatkan kinerja perusahaan. Pada struktur dewan komisaris perusahaan, pengawasan terhadap kinerja manajemen akan lebih efektif jika tidak ada yang mendominasi keputusan.

Literatur tata kelola perusahaan berpendapat bahwa peningkatan kepemilikan saham oleh manajer dan direksi dapat menjadi mekanisme kontrol yang efektif yang dirancang untuk mengurangi perilaku *moral hazard* dari manajer perusahaan. Pihak *insiders* memiliki insentif melakukan tindakan mementingkan diri sendiri dengan melakukan akumulasi *cash holding* hingga melebihi *cash holding* normal.

Pengujian Dittmar dan Duchin (2010) menemukan berbagai faktor yang berperan dalam penyesuaian *cash holding*, yaitu: akses ke bank, ukuran *free cash flow* dan juga kualitas *corporate governance*. Penelitian Dittmar dan Mahrt-Smith (2007), Jiang dan Lie (2015) menemukan bukti perusahaan yang bertahan akan mengurangi *excess cash* dengan lebih cepat dibandingkan perusahaan bertumbuh. Hal tersebut mengindikasikan bahwa *corporate governance* memiliki peran yang lemah dalam memonitor penggunaan maupun pengelolaan kas perusahaan yang sudah bertumbuh.

Pihak *insider* memiliki insentif untuk melakukan tindakan mementingkan diri sendiri dengan mengakumulasi *cash holding* melebihi tingkat *cash holding* normal. Hal tersebut dikarenakan *cash holding* merupakan sumberdaya keuangan yang dapat dikendalikan langsung oleh manajer (Hendrawati, 2014). Penelitian Wang (2006) menemukan bahwa nilai kas marjinal mengalami penurunan sedangkan *cash holding* meningkat. Volatilitas *cash holding* perusahaan akan berbeda pada perusahaan yang

kepemilikan manajerial berbeda. *Excess cash holding* yang besar akan memiliki kecenderungan menimbulkan masalah keagenan (Chen, et al., 2012).

Hipotesis 2 penelitian ini adalah semakin besar kepemilikan manajerial semakin lemah hubungan *cash holding speed of adjustment, deviation standard cash* berhubungan dengan nilai perusahaan.

Beberapa dekade, banyak perusahaan dipengaruhi oleh perubahan struktur kepemilikan perusahaan sebagai dampak dari dinamika kompetisi dan aktivitas merger, akuisisi yang mengakibatkan konsentrasi bisnis. Investor lembaga berbeda dengan investor individual yang tidak begitu mencampuri urusan intern perusahaan yang mempunyai saham. Investor lembaga akan mencoba untuk mempengaruhi manajemen perusahaan dalam mengelola urusan intern perusahaan dikarenakan investor lembaga mempunyai kepemilikan yang besar dalam perusahaan. Mereka takut apabila manajemen perusahaan tidak mampu mengelola perusahaan dengan baik maka akan berakibat buruk pada saham tersebut, dimana terdapat investasi mereka yang besar. Apabila lembaga mempunyai persentase kepemilikan saham yang besar, maka investor lembaga cenderung lebih intensif dalam mempengaruhi manajemen intern perusahaan dikarenakan mereka mempunyai kepemilikan yang lebih besar (Graves dan Waddock, 1990).

Chew dan Gillan (2009) menjelaskan bahwa terdapat dua jenis investor institusional, yaitu investor institusional sebagai *transient investors* (pemilik sementara perusahaan) dan investor institusional sebagai *sophisticated investors*. Kontribusi investor institusional secara signifikan berubah dalam tata kelola organisasi, baik secara strategis maupun struktur organisasional. Investor institusional akan lebih suka dan mengapresiasi keputusan bisnis yang tepat dan investasi jangka panjang, monitoring yang kontinyu dan perbaikan manajemen (Gillan dan Starcks,

2003). Investor institusional akan mengurangi problem oportunistik dan *agency cost*, memberikan dukungan untuk pembiayaan dari luar dan alokasi *cash holding* pada proyek yang memiliki NPV positif.

Hipotesis 3 penelitian ini adalah semakin besar kepemilikan institusional semakin kuat hubungan *cash holding speed of adjustment, deviation standard cash* berhubungan dengan nilai perusahaan.

Jensen (1983, 1986) berpendapat bahwa ukuran dewan yang lebih kecil dapat meningkatkan komunikasi, kekompakan dan koordinasi yang membuat pemantauan menjadi lebih efektif. Pernyataan ini juga didukung oleh Lipton dan Lorsch (1992) bahwa jumlah dewan direktur yang lebih besar dapat menjadi kurang efektif karena mengalami masalah koordinasi dan komunikasi sehingga efektifitas dewan dan kinerja perusahaan menurun. Melalui pengawasan yang optimal, maka komisaris independent dapat mengurangi pengambilan risiko yang berlebihan dan perilaku *moral hazard* yang diambil oleh komisaris non independen (Byrd dan Hickman, 1992; Rosenstin dan Wyatt, 1990; Coles, et al., 2001).

Temuan yang berbeda diungkapkan Frank, et al., (2001), Hermalin dan Weisbach (2003) bahwa karakteristik independen memiliki pengaruh yang berbeda dan tidak diharapkan. Komisaris independen akan memunculkan asimetri informasi, dimana manajer perusahaan memiliki informasi yang berlebih dibandingkan dengan dewan komisaris. Dewan komisaris memiliki informasi yang terbatas tentang operasional perusahaan dan kecenderungan ketrampilan yang tidak relevan. Kondisi tersebut akan berdampak pada keengganan dewan komisaris untuk tidak kritis dan tidak aktif dalam melakukan kontrol sesuai dengan peran dan tugas monitoring.

Dewan direktur memiliki tanggung jawab untuk memonitor, menegakkan kedisiplinan, dan menghapus tim manajemen yang tidak efektif, untuk memastikan

bahwa manajer bertindak atas dasar kepentingan pemegang saham (Fama, 1980; Weisbach, 1988). Studi yang dilakukan oleh Byrd dan Hicman (1992), Coles, et al., (2001) menemukan hasil bahwa semakin besar keterwakilan dewan komisaris independen akan meningkatkan fungsi kendali strategi dari komisaris. Melalui pengawasan yang ketat, maka komisaris independen dapat mengurangi resiko yang berlebihan dari dampak perilaku para komisaris. *Board independent* diharapkan mampu menjalankan tanggung jawab untuk memonitor tim manajemen agar bekerja efektif guna meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Shipe, 2015).

Hipotesis 4 penelitian ini adalah komisaris independen memperkuat hubungan *cash holding speed of adjustment, deviation standard cash* berhubungan dengan nilai perusahaan.

Dengan prediksi investasi yang menguntungkan, pihak manajemen pada umumnya akan melakukan investasi dengan argumentasi memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan dan juga memiliki motivasi manajerial. Riset menemukan bahwa perusahaan yang memiliki kas yang banyak cenderung melakukan akuisisi yang akan diikuti oleh penurunan kinerja operasi (Harford, 1999). Lau dan Block (2012) juga menemukan bahwa kinerja operasi perusahaan dimasa yang akan datang adalah lebih rendah pada perusahaan yang melakukan pengeluaran investasi dan hubungan negatif ini semakin kuat ketika terdapat *free cash flow* yang berlimpah.

Perusahaan yang memiliki kesulitan pendanaan untuk melakukan investasi yang menguntungkan, pada umumnya menggunakan atau lebih tergantung pada pendanaan internal yaitu *cash flow* dan *cash holding*. Perusahaan dengan kondisi keterbatasan akses pendanaan agar terhindar dari *underinvestment* dan peningkatan kinerja pada umumnya memiliki *cash holding* yang besar (Han dan Qiu, 2007).

Investasi yang tinggi, memunculkan masalah pendanaan bagi perusahaan jika perusahaan ingin membiayai investasi tersebut. Kecepatan perubahan lingkungan eksternal dan kecepatan perubahan kesempatan investasi memiliki dampak terhadap level kas optimal. Level kas akan mengalami volatilitas yang tinggi pada perusahaan *high tech* (investasi dengan dana yang besar) dibandingkan dengan perusahaan *low tech* (investasi dengan dana sedang). Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi tinggi akan lambat melakukan penyesuaian *excess cash holding* kedalam kondisi *optimal level cash holding* Hall dan Vopel (1997), Shipe (2015).

Hipotesis 5 penelitian ini adalah investasi memperlemah hubungan *cash holding speed of adjustment, deviation standard cash* dengan nilai perusahaan.

Hutang memiliki keuntungan terutama dalam penghematan pajak, meningkatkan disiplin manajer dan juga meminimasi biaya yang disebabkan oleh *asymmetric information*. Graham dan Harvey (2001) mengidentifikasi pengaruh potensial hutang dengan problem oportunisme manajer dan fleksibilitas keuangan, dimana akan cenderung berinteraksi dengan *cash holding* perusahaan. Hutang memiliki peran komplementer dengan likuiditas perusahaan. Perusahaan dengan level hutang yang besar akan meningkatkan konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham dan kreditor, yang didahului oleh perilaku oportunisme penggunaan likuiditas perusahaan. Peningkatan hutang akan memunculkan problem keagenan dan berimplikasi negatif dengan *cash holding*. Perusahaan dengan level hutang yang besar akan meningkatkan *financial distress* dan kemungkinan kebangrutan, sehingga penggunaan *cash holding* menjadi lebih berhati-hati dan efisien. Hutang akan memberi sinyal positif dan memberi manfaat penggunaan *cash holding* yang optimal guna meningkatkan nilai perusahaan.



Jika pertumbuhan perusahaan sangat berisiko maka akan meningkatkan *financial distress* yang berimplikasi pada penurunan hutang (Frank & Goyal, 2009). Guney, et al. (2007) mengungkapkan adanya efek substitusi antara hutang dan likuiditas. Pada saat hutang dengan level rendah akan berpengaruh negatif pada likuiditas, sedangkan hutang pada level yang besar akan berpengaruh positif pada likuiditas. Penelitian Faulkender dan Wang (2006) memperlihatkan bahwa level hutang tinggi maka likuiditas perusahaan akan menurun. Dalam literature struktur modal menunjukkan bahwa kemungkinan pendanaan dari internal (*cash flow*) dan akses pendanaan internal memiliki pengaruh yang signifikan terhadap bagaimana kecepatan perusahaan dalam menyesuaikan *cash holding* terhadap target (Orlova, 2013). Penelitian menemukan kecenderungan *internal fund* dan biaya dari pendanaan *external fund* merupakan sumber potensial dalam mempengaruhi *cash holding speed of adjustment* perusahaan (Byoun, 2008; Faulkender, et al., 2012). Kesempatan investasi yang ada dan perusahaan ingin mendanai investasi tersebut, jika dana internal tidak cukup maka perusahaan dapat melakukan penambahan hutang. Perusahaan yang memiliki hutang tinggi akan membayar beban bunga yang tinggi pula.

Hipotesis 6 penelitian ini adalah hutang memperkuat hubungan *cash holding speed of adjustment, deviation standard cash* dengan nilai perusahaan.

## **Metodologi Penelitian**

Penelitian merupakan riset kausal, dengan dimensi waktu yang panjang dan menggunakan sampel emiten yang cukup banyak sehingga dapat menjelaskan fenomena yang ingin dibuktikan dan tingkat generalisasi yang tinggi. Penelitian ini menggunakan data dari berbagai sumber, diantaranya *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2000-2017 dari pojok BEI MM UGM, database PPA UGM,

Osiris, database Bloomberg (BNI Corner) FEB UGM. Anggota sampel diseleksi berdasarkan beberapa kriteria, yaitu: Perusahaan publik non keuangan di Indonesia yang diklasifikasikan berdasarkan sistem klasifikasi IDX. Perusahaan non keuangan tersebut memiliki seluruh data variabel penelitian selama tahun 2001-2017.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Tobin-Q atau nilai perusahaan. Dalam penelitian ini Tobin Q didefinisikan sebagai nilai pasar ekuitas atau kapitalisasi pasar ditambah total hutang dibagi dengan nilai buku total asset. Variabel independen dalam penelitian ini adalah cash holding speed of adjustment, *deviation standars cash*. *Deviation standart speed of adjustment* menggunakan deviasi dari target cash (Byoun, 2008). Variabel moderating dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial (%), kepemilikan institusional (%), komisaris independen (%), investasi dan hutang. Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan merupakan *natural logarithm of sales* dan juga *total asset/sales*.

Penentuan *optimal cash holding* atau prediksi *cash holding* dengan menggunakan *optimal cash model* dari Opler, et al.(1998): Anderson & Hamadi (2016):

$$\text{Cash Holding} = \alpha_0 + \beta_1 \text{MTB}_{i,t} + \beta_2 \text{Sales Growth}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{NWC}_{i,t} + \beta_5 \text{CapExp}_{i,t} + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} + \beta_7 \text{Div}_{i,t} + \beta_8 \text{Age}_{i,t} + \beta_9 \text{Industri}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Dimana variabel cash adalah cash & cash equivalent / total asset, MTB adalah market value of equity / total asset, Sales Growth adalah  $\text{sales}_{t0} - \text{sales}_{t-1} / \text{sales}_{t0}$ , size adalah natural log of total asset, NWC adalah net working capital / total asset, capital expenditure adalah capital expenditure / total asset, leverage adalah total debt / total asset, Dividend merupakan dummy 1 untuk yang membayar deviden, Dummy 0 untuk yang tidak membayarkan deviden, age adalah natural log umur perusahaan, industri merupakan dummy variable.

Penentuan *standard partial adjustment cash holding model* dengan menggunakan model Dittmar & Duchin (2011), Orlova (2013). *Standard partial adjustment cash holding model* digunakan untuk membedakan *cash holding speed of adjustment* secara parsial yaitu antar perusahaan ataupun antar industri. Koefisien  $\beta$  (beta atau slope) merupakan *cash holding speed of adjustment*. Semakin besar koefisien  $\beta$  (beta atau slope) menunjukkan semakin cepat *cash holding speed of adjustment*. Jika semakin kecil koefisien  $\beta$  (beta atau slope) menunjukkan semakin lambat *cash holding speed of adjustment*.

*Standard partial adjustment cash holding model:*

$$\text{Cash}_{i,t+1} - \text{Cash}_{i,t} = \beta (\text{Cash}^*_{i,t+1} - \text{Cash}_{i,t}) + e$$

Dimana variabel  $\text{cash}_{i,t+1}$  adalah cash holding pada saat  $t+1$ ,  $\text{cash}_{i,t}$  adalah cash holding pada saat  $t$ ,  $\text{cash}^*_{i,t+1}$  adalah normal cash holding atau target cash holding,  $\beta$  adalah cash holding speed of adjustment dan  $e$  merupakan error term.

Model deviasi dari target kas (model Byoun, 2008) digunakan untuk mengukur *cash holding speed of adjustment* secara keseluruhan sampel perusahaan. Semakin besar deviasi dari target kas, maka akan semakin lambat dalam *cash holding speed of adjustment*, sedangkan semakin kecil deviasi dari target kas, maka akan semakin cepat *cash holding speed of adjustment* (Orlova, 2013; Jiang & Lie, 2015; Chang, et al., 2016).

*Speed of adjustment model deviasi dari target cash:*

$$\text{Deviasi target cash} = \text{Cash}_{t0}/\text{Asset}_{t-1} - \text{Cash}_{t0}/\text{Asset}_{t0}$$

Dimana variabel  $\text{cash}_{t0}$  merupakan cash and cash equivalent pada  $t0$ ,  $\text{asset}_{t-1}$  merupakan total asset pada  $t-1$ ,  $\text{asset}_{t0}$  merupakan total asset pada  $t0$ .

## **Hasil dan Diskusi**

Variabel-variabel penelitian untuk mengestimasi cash holding perusahaan adalah *cash & cash equivalent / total asset*, *market value of equity / total asset*, *sales growth*, *size*, *net working capital / total asset*, *capital expenditure / total asset*, *total debt / total asset*, *dividend*, *age*, industri. Variabel kontrol yang digunakan adalah *log. sales* dan *total asset / sales*. Deskripsi variabel estimasi cash holding dalam penelitian ini disajikan pada tabel 1.

**Tabel 1**  
**Deskripsi Statistik Variabel Penelitian**

	Mean	Median	Max.	Min.	Std. Dev
Y_Cash/TA	0,0889	0,0543	0,7235	0,0000	0,0970
X <sub>1</sub> _MTB/TA	0,8115	0,4403	6,7994	0,0042	1,2803
X <sub>2</sub> _Sales Growth	0,0547	0,0947	3,6378	-50,62	0,9650
X <sub>3</sub> _Size	6,0824	6,0835	8,4707	2,7533	0,7625
X <sub>4</sub> _NWC/TA	0,4103	0,3972	1,6509	0,0023	0,3062
X <sub>5</sub> _CE/TA	-0,048	-0,029	0,0000	-1,049	0,0622
X <sub>6</sub> _Debt/TA	0,3042	0,2751	0,9544	0,0001	0,2255
X <sub>7</sub> _Dividen	0,4580	0,0000	01,000	0,0000	0,4983
X <sub>8</sub> _Log. Age	1,1482	1,2041	1,6434	0,0000	0,2419
X <sub>9</sub> _Log. Sales	5,9138	5,9420	8,3139	1,6706	0,8509
K <sub>10</sub> _TA/Sales	1,9391	1,2177	9,7226	0,0039	2,1870
Tobin-Q	1,3392	1,0517	4,5943	0,0472	0,8884
Z <sub>1</sub> _B. Independent	0,3593	0,3300	1,0000	0,0000	0,1526
Z <sub>2</sub> _Man. Ownership	0,0251	0,0000	0,7480	0,0000	0,6633
Z <sub>3</sub> _Inst. Ownership	0,1645	0,2665	0,8759	0,0000	21,419
Z <sub>4</sub> _Investment	0,4835	0,0116	0,7204	0,0911	35,322
Z <sub>5</sub> _Debt	0,3042	0,2751	0,9500	0,0010	0,2255
Observasi	3349				

Tabel 1 menyajikan informasi deskripsi statistik variabel estimasi kas perusahaan dan corporate governance dari 3349 perusahaan selama tahun 2001-2017 (tahun observasi). Variabel tersebut adalah Tobin Q = nilai perusahaan, Y\_Cash/TA = Cash & cash equivalent / total asset, X<sub>1</sub>\_MTB/TA = market value of equity / total asset, X<sub>2</sub>\_Sales growth =  $\text{sales}_{t0} - \text{sales}_{t-1} / \text{sales}_{t0}$ , X<sub>3</sub>\_Size = natural log of total asset, X<sub>4</sub>\_NWC/TA = Net working capital atau current asset/ total assets, X<sub>5</sub>\_CE/TA = capital expenditure / total asset, X<sub>6</sub>\_Debt/TA = total debt / total asset, X<sub>7</sub>\_dividen = dummy 1 untuk yang membayar deviden, Dummy 0 untuk yang tidak membayarkan deviden, X<sub>8</sub>\_Log.Age\_ = natural log umur perusahaan, variabel kontrol X<sub>9</sub>\_Log. Sales = logaritma sales dan X<sub>10</sub>\_TA/Sales = total asset/sales. Variabel moderasi yaitu Z<sub>1</sub>\_B. Independent jumlah komisaris independen dibagi dengan jumlah komisaris, Z<sub>2</sub>\_Man. Ownership = kepemilikan manajerial (%), Z<sub>3</sub>\_Inst. Ownership = kepemilikan institusional (%), Z<sub>4</sub>\_Investment = investasi diukur dari non current asset/total asset, Z<sub>5</sub>\_Debt = hutang/total asset.

Tabel 1 menunjukkan rata-rata kas perusahaan sebesar 8,89% dari total asset dan kas tertinggi sebesar 72,35% dari total asset. *Market value of equity/total asset*

memiliki mean sebesar 0,8115 yang berarti bahwa rata-rata nilai pasar perusahaan lebih rendah dari nilai buku. Rata-rata pertumbuhan penjualan sebesar 5,47%. *Net working capital / total asset* yang merupakan indikator modal kerja perusahaan memiliki mean sebesar 0,4104. Pengeluaran modal perusahaan sampel memiliki mean sebesar -0,048. Hutang perusahaan memiliki mean sebesar 30,42% dari total asset perusahaan. Hanya 45,80% dari perusahaan sampel yang membayarkan dividen. Tobin Q atau nilai perusahaan memiliki mean sebesar 1,339, ini berarti bahwa nilai perusahaan di atas harga pasar. Jumlah komisaris, dengan sampel penelitian 3349 menunjukkan bahwa mean sebesar 35,93% dari total jumlah komisaris. Rata-rata kepemilikan manajerial sebesar 2,51%. Kepemilikan institusional (%) perusahaan memiliki mean sebesar 0,1645. Rata-rata investasi perusahaan sebesar 48,56% dari total asset. Hutang perusahaan yang diukur dari *debt/total asset* sampel memiliki mean sebesar 0,4238.

Model estimasi dinamis menggunakan spesifikasi cross-section fixed effect, estimasi generalized least square atau Model Dinamis Panel CSF-EGS dapat dilihat pada tabel 2, menunjukkan bahwa R-square sebesar 80,71% dan adjusted R-square sebesar 79,37%. Hasil prediksi determinasi cash holding menunjukkan bahwa variabel *market to book*, *sales growth*, *net working capital*, *capital expenditure*, *debt*, dividen, umur perusahaan mempengaruhi optimal cash holding perusahaan. Variabel *size*, dan umur perusahaan *sales* tidak signifikan mempengaruhi *optimal cash holding* perusahaan. Koefisien *cash/total asset (-1)* atau kas tahun sebelumnya sebesar 0,3753 dan bertanda positif, menunjukkan bahwa semakin besar kas tahun sebelumnya akan meningkatkan jumlah *optimal cash holding*.

**Tabel 4.2. Ringkasan Prediksi Model Determinasi Kas Perusahaan: Cash/Total Asset**

VI	Panel Least Square			Panel LS With Dummy			Dinamis Panel LS			Dinamis Panel CSF - EGLS		
	Koef.	t-stat	Sign	Koef.	t-stat	Sign	Koef.	t-stat	Sign	Koef.	t-stat	Sign
Constanta	0,1076	7,717	*	0,0878	6,3168	*	0,0000	0,007	****	0,0217	1,8263	***
MTB	0,0138	11,67	*	0,0131	10,682	*	0,0071	8,036	*	0,0016	1,9543	***
Sales Growth	0,0001	0,097	****	0,0000	0,0449	****	0,0073	1,910	***	0,0029	1,8027	***
Size (Log. Total Asset)	-0,009	-3,81	*	-0,009	-41,02	*	-0,000	-0,554	****	0,0002	0,1172	****
Net Working Capital	0,0576	11,08	*	0,0622	11,846	*	0,0314	8,308	*	0,0623	13,358	*
Capital Expenditure	0,0557	2,243	*	0,0675	2,6780	*	0,0950	5,215	*	0,0271	2,9281	*
Debt	-0,052	-7,53	*	-0,011	-3,230	*	-0,018	-3,424	*	-0,0063	-2,251	**
Dividen	0,0494	14,39	*	0,0522	15,451	*	0,0131	5,003	*	0,0061	4,3637	*
Log. Umur (Age)	-0,003	-0,57	**	0,0117	1,7278	*	0,0165	2,981	*	0,0023	0,7244	****
C/TA (-1)	-	-	-	-	-	-	0,6635	53,35	*	0,3753	27,186	*
F-statistic	105,64			60,91			488,12			60,146		
Prob (F-statistic)	0,0000			0,0000			0,0000			0,0000		
R-square	0,2019			0,2152			0,5830			0,8071		
Adjusted R-square	0,2000			0,2116			0,5818			0,7937		
D-W Stats	0,6397			0,6550			2,2299			2,1296		
N	3349			3348			3152			3152		

Sumber Lampiran 2-3

Tabel ini menyajikan hasil estimasi determinan kas perusahaan perusahaan sebanyak n sampel 3349, 3115 selama tahun 2001-2017 dengan model Panel Least Square, Panel Cross-section Fixed, Dinamis panel LS dan Dinamis Panel CSF\_EGLS. Variabel dependen adalah kas perusahaan perusahaan dengan rumus cash/total asset. MTB adalah market to book dengan rumus market value of equity/total asset, Sales growth adalah pertumbuhan penjualan dengan rumus  $\text{sales}_{t0} - \text{sales}_{t-1} / \text{sales}_{t0}$ , Size adalah ukuran perusahaan dengan rumus natural log of total asset, Net Working Capital adalah modal kerja dengan rumus net working capital/total asset. Capital Expenditure adalah pengeluaran modal dengan rumus capital expenditure/total asset, Debt adalah hutang dengan rumus debt/total asset, Dividen adalah variabel dumi 1 jika perusahaan membayar dividen pada tahun yang bersangkutan dan nol jika tidak membayarkan dividen. Age adalah umur perusahaan, C/TA (-1) adalah kas perusahaan pada lag 1. \* = signifikan pada level 1%, \*\* = Signifikan 5% \*\*\* = Signifikan 10% dan \*\*\*\* = Tidak Signifikan

Summary hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel 3. Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa deviation standart berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Semakin lebar penyimpangan kas atau deviation standart dari target kas, maka nilai perusahaan akan semakin menurun. Cash holding speed of adjusment berhubungan positif dengan nilai perusahaan. Semakin cepat perusahaan menyesuaikan ke kas optimal, maka nilai perusahaan akan semakin menurun. Hasil kedua model pengujian speed of adjusment mengindikasikan bahwa semakin cepat perusahaan menyesuaikan ke kas optimal semakin meningkat nilai perusahaan.

Hasil uji hipotesi pertama mendukung teori dan studi empiris sebelumnya. Keputusan *cash holding* yang optimal dan usaha mempercepat ke kas optimal jika terjadi ekses kas merupakan keputusan yang harus dibuat manajer dalam menjaga kemampuan likuiditas perusahaan dan likuiditas operasional perusahaan. Banyak perusahaan secara signifikan berbeda dalam level kas dan kas optimal yang dipengaruhi oleh banyak faktor. Kebijakan *cash holding* berhubungan dengan efisiensi pengelolaan perusahaan karena berpengaruh terhadap kegiatan operasional perusahaan setiap hari, investasi, perilaku keuangan, pembayaran dividen dan aktivitas lain (Shipe, 2015; Byoun, 2008).

Penelitian Opler, et al., (1999) dan Miller dan Orr (1996) menggunakan model pengelolaan kas dengan membandingkan manfaat dan biaya *cash holding* untuk mengidentifikasi level optimal likuiditas perusahaan (*trade off model*). Model *pecking order theory* mengungkapkan bahwa level optimum jumlah kas perusahaan merupakan fungsi preferensi manajer dengan menggunakan sumberdaya internal untuk mengurangi *transaction cost* dan *asymmetric information*. Studi empiris menemukan hubungan positif *cash holding* dengan

nilai perusahaan (Kalcheva dan Lins, 2007; Loncan dan Caldeira, 2014, Zhou, 2014).

Kecepatan menyesuaikan ke kas optimal, maka ada kecenderungan perusahaan menjaga likuiditas sehingga nilai perusahaan akan semakin meningkat. Manfaat *cash holding speed of adjustment* terhadap target level optimal, antara lain adalah menekan *over investment*, menjaga cadangan kas dan juga efek *smoothing* perubahan kondisi ekonomi secara substansial merupakan indikasi pengelolaan kas yang baik (Orlova, 2013; Shipe, 2015).

**Tabel 3**  
**Hasil Uji Variabel Moderasi**

	<b>Tobin-Q</b>					
	F-stat	$\beta$	t	Adj. R <sup>2</sup>	$\Delta$ Adj. R <sup>2</sup>	Prob.
<b>Speed of Adjusment</b>	38,769	0,004	2,507	0,692		0,012
Interaction effect:						
Insider ownership	32,810	-0,004	-0,25	0,656	(0,001)	0,801
Institutional ownership	38,312	-0,000	-0,13	0,692	0,000	0,893
Board independent	38,348	-0,003	-0,27	0,691	0,001	0,780
Investment	38,515	0,003	0,517	0,692	0,004	0,605
Debt	40,729	0,014	1,730	0,704	0,007	0,033
<b>Deviation Standart</b>	37,660	-0,226	-4,17	0,685		0,000
Interaction effect:						
Insider ownership	31,005	1,454	4,650	0,643	0,003	0,000
Institutional ownership	37,449	-0,21	-1,16	0,686	(0,001)	0,100
Board independent	36,827	0,482	1,185	0,682	0,000	0,236
Investment	37,221	-0,35	-5,31	0,685	(0,002)	0,000
Debt	38,276	0,389	1,549	0,691	0,001	0,121

Tabel 3 menyajikan ringkasan hasil uji interaksi variabel insider ownership, institusional ownership, board independent, hutang terhadap hubungan cash holding speed of adjusment, deviation standart cash dan Tobin-Q atau nilai perusahaan.. Variabel penelitian dari 3349 perusahaan selama tahun 2010-2017 (tahun observasi). variabel tersebut adalah: cash = cash/total asset, insider ownership (%) adalah kepemilikan saham oleh insider, komisaris independent (%) adalah jumlah komisaris independen dibagi dengan jumlah komisaris, institusional ownership (%) adalah kepemilikan saham oleh institusional, investasi adalah investasi yang dilakukan perusahaan yang diukur dari non current asset/total asset, hutang adalah hutang/total asset.

*Cash holding speed of adjustment* akan mengurangi biaya transaksi, *trade off* antara biaya dan manfaat yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian Shipe (2015) menemukan hasil bahwa *speed of adjustment* yang diukur dari *cash*



*volatility cash holding* mengindikasikan peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut juga menunjukkan hubungan positif signifikan antara *cash holding speed of adjustment* dengan nilai perusahaan. Hal tersebut konsisten dengan pengelolaan kas bahwa *cash holding* akan selalu disesuaikan secara dinamis ke dalam level kas optimal.

Hasil pengujian *interaction effect* kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memoderasi hubungan *cash holding speed of adjustment*. Sedangkan kepemilikan manajerial memperkuat hubungan *deviation standart* dengan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial tidak berinteraksi terhadap hubungan *cash holding speed of adjustment* dengan nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan manajerial memperkuat hubungan *deviation standart cash* dengan nilai perusahaan. Semakin besar kepemilikan manajerial semakin memperkuat hubungan standar deviasia dengan nilai perusahaan. . Hal tersebut mengindikasi kepemilikan manajerial melakukan tidak monitoring, kontrol yang baik terhadap pengelolaan kas yang sehat. Penelitian tersebut konsisten dengan temuan Anderson & Hamidi (2016) yang mengungkan bahwa kepemilikan manajerial di Belgia menyebabkan terjadinya konflik keagenan, dimana kepemilikan manajerial meningkatkan moral hazard atau nsentif pribadi. Hedrawati (2014) menemukan indikasi bahwa kepemilikan manajerial terkonsentrasi akan menyebabkan manajer memanfaatkan *excess cash holding*. *Excess cash holding* akan menurunkan nilai perusahaan dan mengindikasikan adanya konflik keagenan.

Ada kecenderungan kepemilikan manajerial terjadi konflik keagenan terutama dalam pengelolaan kas perusahaan terutama pada perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi. Pihak *insider* memiliki insentif

untuk melakukan tindakan mementingkan diri sendiri dengan mengakumulasi *cash holding* melebihi tingkat *cash holding* normal. Hal tersebut dikarenakan *cash holding* merupakan sumberdaya keuangan yang dapat dikendalikan langsung oleh manajer (Hendrawati, 2014). Penelitian Wang (2006) menemukan volatilitas *cash holding* perusahaan akan berbeda pada perusahaan yang kepemilikan *insiders* berbeda. *Excess cash holding* yang besar akan memiliki kecenderungan menimbulkan masalah keagenan (Chen, et al., 2012).

Kepemilikan institusional tidak memoderasi hubungan *cash holding speed of adjusment* dengan nilai perusahaan. Sedangkan kepemilikan institusional memperlemah hubungan *deviation standart* dengan nilai perusahaan. Hasil uji menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak memoderasi hubungan optimal *cash holding* dengan nilai perusahaan. Hasil mengindikasikan kepemilikan institusional tidak bersedia atau enggan melakukan kontrol manajemen kas perusahaan. Kepemilikan institusional cenderung hanya melakukan monitoring atau kontrol terhadap penyimpangan kas perusahaan atau *deviation standart* kas. Kepemilikan institusional lebih percaya pada kemampuan manajerial perusahaan, sehingga kontrol terhadap pengelolaan kecepatan penyesuaian ke kas optimal perusahaan menjadi sangat lemah. Investor lembaga berbeda dengan investor individual yang tidak begitu mencampuri urusan intern perusahaan yang mempunyai saham (Graves dan Waddock, 1990).

Argumentasi lain mengungkapkan bahwa kepemilikan institusional cenderung dihubungkan dengan kinerja yang rendah. Kepemilikan institusional banyak terlibat dalam berbagai grup bisnis baik yang ditentukan legal terpisah dari perusahaan secara formal maupun informal. (Heugens et al., 2009). Investor

lembaga berbeda dengan investor individual yang tidak begitu mencampuri urusan intern perusahaan yang mempunyai saham

Board independent tidak berinteraksi terhadap hubungan cash holding speed of adjustment, deviation standart dengan nilai perusahaan. Argumentasi yang dapat dimunculkan dari temuan tersebut ada kecenderungan dewan komisaris lebih banyak memperhatikan, mengontrol posisi kas optimal perusahaan dan ataukas/total asset yang optimal dibandingkan dengan kecepatan menyesuaikan kas ke kas yang optimal.

Temuan yang berbeda tersebut sejalan dengan temuan Frank, et al., (2001), Hermalin dan Weisbach (2003) bahwa karakteristik independen memiliki pengaruh yang berbeda dan tidak diharapkan. Komisaris independen akan memunculkan asimetri informasi, dimana manajer perusahaan memiliki informasi yang berlebih dibandingkan dengan dewan komisaris. Dewan komisaris memiliki informasi yang terbatas tentang operasional perusahaan dan kecenderungan ketrampilan yang tidak relevan. Kondisi tersebut akan berdampak pada keenganan dewan komisaris untuk tidak kritis dan tidak aktif dalam melakukan kontrol sesuai dengan peran dan tugas monitoring.

Hasil pengujian interaction effect investasi menunjukkan bahwa investasi tidak memoderasi hubungan cash holding speed of adjustment dengan nilai perusahaan. Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan perubahan investasi tidak berinteraksi terhadap hubungan *cash holding speed of adjustment*, hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan atau manajer perusahaan sangat berhati-hati dalam menjaga optimal kas perusahaan seperti temuan temuan hasil bahwa kepemilikan manajerial memperkuat hubungan cash holding dengan nilai perusahaan. Manajer juga dapat diindikasikan untuk berhati-hati dalam melakukan

investasi agar kas perusahaan tidak berlebih dan kekurangan. Pengelolaan kas yang baik akan tahan terhadap perubahan investasi yang dilakukan perusahaan.

Investasi memperlemah hubungan standart deviation cash dengan nilai perusahaan. Semakin besar investasi ada indikasi hubungan standart deviation dengan Tobin-Q atau nilai perusahaan semakin lemah. Semakin besar investasi akan meningkatkan pengeluaran modal perusahaan sehingga ada kecenderungan free cash flow perusahaan semakin rendah. Investasi dimana tingkat pengembalian cukup lama dimungkinkan akan mendatangkan kas masuk yang rendah, sehingga kecenderungan likuiditas perusahaan menurun dan akan menurunkan Tobin-Q atau nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung temuan hipotesis *free cash flow* yang dikembangkan oleh Jensen (1986), berbagai studi empiris telah menemukan adanya hubungan antara *free cash flow*, *overinvestment* dan penurunan kinerja. Beberapa studi empiris menemukan peran yang negatif investasi dengan kinerja (Harford, 1999). Lau dan Block (2012), (Dechow et al., 2005).

Hasil pengujian interaction effect hutang menunjukkan bahwa hutang memperkuat hubungan cash holding speed of adjusment dengan nilai perusahaan. Sedangkan hutang memperkuat hubungan standar deviasi cash dengan nilai perusahaan. Dalam literatur struktur modal menunjukkan bahwa kemungkinan pendanaan dari internal (*cash flow*) dan akses pendanaan internal memiliki pengaruh yang signifikan terhadap bagaimana kecepatan perusahaan dalam menyesuaikan kas perusahaan terhadap target (Orlova, 2013). Penelitian menemukan kecenderungan pendanaan internal dan biaya dari pendanaan eksternal merupakan sumber potensial dalam mempengaruhi kecepatan penyesuaian ke kas optimal perusahaan (Byoun, 2008; Faulkender, et al., 2012).

Kesempatan investasi yang ada dan perusahaan ingin mendanai investasi tersebut, jika dana internal tidak cukup maka perusahaan dapat melakukan penambahan hutang. Perusahaan yang memiliki hutang tinggi akan membayar beban bunga yang tinggi pula.

Guna pengelolaan kas yang baik, maka perusahaan memiliki kecenderungan mempercepat kecepatan penyesuaian kas ke level optimal guna mengurangi risiko beban bunga. Penelitian Orlova, (2013) menemukan hasil bahwa CEO generalis memiliki kemampuan pengelolaan kas atau kecepatan penyesuaian ke kas optimal yang lebih rendah dibandingkan CEO spesialis. CEO spesialis pada perusahaan yang bertumbuh dan *high tech* akan lebih cepat melakukan kecepatan penyesuaian ke kas optimal. Pengelolaan kas yang baik ataupun *proactive cash management* memiliki kecenderungan terjadi peningkatan nilai perusahaan

## **Simpulan dan Implikasi**

Ide optimal atau target leverage merupakan sentral *trade off theory* struktur modal. Kerangka kerja model *trade off speed of adjustment* merupakan keseimbangan antara biaya penyesuaian dan penyimpangan dari target (Huang dan Ritter, 2009; Orlova, 2013). Studi leverage *speed of adjustment* kemudian dikembangkan dengan berbagai faktor seperti biaya penyesuaian (Faulkender, et al., 2012), tingkat dan ukuran deviasi dari target (Byoun, 2008) dan juga karakteristik spesifik perusahaan (John, et al., 2011).

Hasil penelitian mengungkapkan bahwa cash holding speed of adjustment, standart deviation cash meningkatkan nilai perusahaan di Indonesia. Semakin cepat perusahaan menyesuaikan ke kas optimal, maka nilai perusahaan akan meningkat. Hal tersebut mengindikasikan bahwa pengelolaan kecepatan kas

perusahaan Indonesia cukup sehat. Peran corporate governance yang diproksi dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, board independent terhadap hubungan speed of adjustment menunjukkan hasil yang beragam. Diperlukan peningkatan peran monitoring dan kontrol yang baik dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, board independent terhadap kemampuan manajer dalam pengelolaan speed of adjustment cash perusahaan. Investasi tidak berinteraksi terhadap hubungan cash holding speed of adjustment dengan nilai perusahaan. Hutang meningkatkan interaksi hubungan cash holding speed of adjustment dengan nilai perusahaan.

Implikasi teoritis dari hasil penelitian ini mampu menjelaskan pengembangan model *base line cash holding* dari model determinan *cash holding* dari Opler, et al (1999). Memberikan tambahan literatur faktor pemoderasi *cash holding speed of adjustment* terhadap nilai perusahaan. Implikasi metodologi dari hasil penelitian ini mampu menjelaskan berbagai model prediksi determinan cash holding yaitu Model Panel Least Square, Panel Cross-section Fixed, Dinamis Panel LS dan Dinamis Panel CSF-EGLS. Penelitian ini melengkapi beberapa metodologi penelitian *cash holding speed of adjustment* terdahulu.

### **Referensi:**

- Anderson, RW & Hamadi, 2016. Cash holding and control-oriented finance. *Journal of Corporate Finance*. Accepted date: 15 Oktober 2016. doi:10.1016/j.jcorpfn.2016.10.009
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Almeida, H., Campello, M., Cunha, I, & Weisbach, M. S. (2014). Corporate liquidity management: A concept frame work and survey. *Annual Review of Financial Economic*, 6 (1), 135-162.

- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Byers, S.; Field, L. & Fraser, DR. (2008). Are corporate governance and bank monitoring substitutes: Evidence from the perceived value of bank loans. *Journal of Corporate Finance*, 14: 475-483.
- Byoun, S (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward target? *Journal of Finance*. Vol. 63, pp. 3069-3096.
- Byrd, JW. & KA. Hickman (1992). Do outside directors monitor rmanagers? Evidence from tender off bird. *Journal of Financial Economics*, 32 (2): 195-221.
- Chen, Y; Dou, P; Rhee, S.G, Truong,C. & Veeraraghavan, M. (2015). National culture and corporate cash holding around the world. *Journal of Banking and Finance*, 50 (1), 1-18.
- Coles. JW.; VB. McWilliams dan N. Sen. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27 (1): 23-50.
- Demsetz , H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26: 379-390.
- Dittmar A, & Duchin R. (2011). Dynamic of Cash. Working Paper, University of Michigan.
- 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*, 38(01), 111-133.
- Drobetz, W., Grüninger, M. C., & Hirschvogel, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2168-2184.
- Duchin, R. (2010). Cash holdings and corporate diversification. *The Journal of Finance*, 65(3), 955-992.
- Fama, E.F. & Jensen M.C. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26: 372-349.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Faulkender, M; Flannery, M; Hankins, K., & Smith, J. (2012). Cash Flows and Leverage Adjustments. *Journal of Financial Economics*, 103, pp. 632-646.

- Fresard, L. (2010). Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. *The Journal of Finance*, 65(3), 1097-1122.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4-22.
- Gillan, Stuart, (2006). Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of Corporate Finance*, 12 (3): 381-402.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2), 187-243.
- Han, S. & J. Qiu (2007). Corporate precautionary cash holding. *Journal of Corporate Finance*, 13 (1): 43-57.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
- 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.
- Hendrawati, Ernie, 2015. *Peran Corporate Governance Dalam Mengendalikan Masalah Keagenan yang Ditimbulkan oleh Excess Cash Holding*. Disertasi Program Doktor Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada. Tidak Dipublikasikan.
- Hermalin, BE. dan MS. Weisbach (2001). Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9: 7-26.
- Huang, R, & Ritter, J. (2009) Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 44, pp. 237-271.
- Jensen, M. C, & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economic*, 3 (4): 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 323-329.
- Jensen, M. C., & Smith, C. W. (2000). Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory. *Theory of the Firm*, 1(1).



- Jiang, Zhan & Lie, E (2015). Cash Holding Adjustment and Managerial Entrenchment. *Journal of Corporate Finance* (Accepted Manuscript). doi: 10.1016/j.jcorpfin.2015.12.008.
- John, K; Kim, T, & Palia, D. (2012). Heterogeneous Speed of Adjustment in Target Capital Structure. Working Paper Stern School of Business, NYU.
- Johnsen, S. & Milton, T. (2003). Cronyism and capital control: Evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, 67: 351-382.
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112.
- Keynes, JM. (1936). The general theory of employment interest and money. *The Collected Writing of JM Keynes*, Vol. VII, London, Macmillan.
- Kristanto, Heru & Nuka, Lantara. (2016). The role of investment policy, debt policy, macroeconomic to cash holding and firm value in aneka industry sector in Indonesia. *The 2<sup>nd</sup> Indonesian Finance Association International Conference (IFA Conference) 2016*. UGM Yogyakarta, Agustus 10-11, ISBN 979-8541-84-7. Penerbit: Beta Offset Yogyakarta, Cetakan pertama, Agustus 2016.
- Kristanto, Heru; Hanafi, Mamduh & Setiyono, Bowo. (2017). Optimal Cash Holding, Moderating Factors and Firm Value in Aneka Industry Sector in Indonesia. *Management Dynamic International Conference*, FEB Universitas Negeri Semarang, 13-14 September 2017.
- Lau, J., & Block, J. H. (2012). Corporate cash holdings and their implications on firm value in family and founder firms. *Corporate Ownership and Control*, 9, 309-326.
- Loncan, TR. & Caldeira, JF.(2014). Capital structure, cash holding and firm value: a study of Brazilian listed firm. *Research Continental Financial*. Sao Paulo, vol. 25, n. 64: 46-59.
- Luo, Q., & Hachiya, T. (2005). Corporate governance, cash holdings, and firm value: evidence from Japan. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8(04), 613-636.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46. 33.
- Orlova, Svetlana (2013). Cash Holding Speed of Adjustment. *Job Market Paper*. Doctoral Student Department of Finance Spears School of Business Oklahoma State University, November.

- Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash? : *National Bureau of Economic Research*.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Rosenstein, S. dan JG. Wyatt (1977). Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*. 44 (2): 229-250.
- Saddour, K. (2006). The determinants and the value of cash holdings: evidence from French firms. *Cahier de recherche n, 6*.
- Shipe, Stephan (2015). Volatility of Cash Holding and Firm Value. *Job Market Paper*. Florida State University, September 6.
- Stulz, R. (1990). Managerial control of voting right: Financial policies and market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20: 25-54.
- Sun, Q. & Tong, W. (2002). Malaysia privatization: A comprehensive study. *Financial Management*, 79-105.
- Thomsen, S. & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economics performance in largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21: 689-705.
- Tingting, Zhou, (2014). Financial crisis, excess cash holding and corporate investment: based on the perspective of governance and risk perception. *Journal of Chinese Economic*, Vol 2, no. 2, pp.1-20.
- Venkiteshwaran, Vinod (2011). Partial adjustment toward optimal cash holding level. *Review of Financial Economics*. Vol. 20, pp. 113-121.

## **BAB VI**

### **STUDI EMPIRIS 2**

# **DAMPAK MAKROEKONOMI TERHADAP PENGARUH MANAJEMEN MODAL KERJA PADA NILAI PERUSAHAAN Studi Empiris Perusahaan di Indonesia**

#### **Penulis:**

Dr. R. Heru Kristanto HC, SE, M.Si

Drs. Agung Satmoko, ME

Dra. Sri Isworo Ediningsih, MM

Manajemen FEB UPNVYK

Manajemen FEB UPNVYK

Manajemen FEB UPNVYK

#### **Abstraksi**

Pengelolaan modal kerja ditentukan oleh kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan, stabilitas kondisi makroekonomi. Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh kas, piutang, persediaan dan modal kerja pada nilai perusahaan. Menguji moderasi variabel makroekonomi terhadap pengaruh modal kerja pada nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* perusahaan yang *list* pada BEI, dengan periode penelitian tahun 2009-2018. Total observasi atau n sampel sebesar 1960. Pengujian hipotesis menggunakan panel regresi *fixed effect* dan regresi moderasi.

Hasil penelitian atau pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kas, piutang dan persediaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Modal kerja berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Inflasi, nilai tukar rupiah dan suku bunga bebas resiko memoderasi pengaruh modal kerja pada nilai perusahaan.

Implikasi penelitian ini adalah pengelolaan modal kerja yang baik akan meningkatkan nilai perusahaan. Kondisi makroekonomi suatu negara akan berpengaruh pada pengelolaan modal kerja dan nilai perusahaan.

Kata Kunci: Makroekonomi, modal kerja, *book to market*.

## **PENDAHULUAN**

### **Latar Belakang Masalah**

Manajemen modal kerja, keputusan investasi dan pendanaan, sangat penting bagi manajer keuangan yang memiliki tujuan meningkatkan kemakmuran pemilik dan nilai perusahaan. Manajemen modal kerja yang efisien, dapat mengalokasikan modalnya untuk tujuan yang lebih strategis yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Lind et al. 2012; Setianto dan Patria, 2019). Manajemen modal kerja memainkan peran penting dalam profitabilitas, risiko perusahaan dan perusahaan. Jika perusahaan gagal mengelola modal kerjanya, perusahaan akan berjuang untuk memaksimalkan nilai-nilai perusahaannya, karena manajemen aset dan liabilitas jangka pendek yang buruk. Manajemen modal kerja dianggap optimal jika jumlah modal kerja yang tersedia sesuai dengan jumlah optimal yang disyaratkan, tidak melebihi (*overinvestment*) atau jatuh di bawah (*underinvestment*) (Mamduh M Hanafi, 2014; Kristanto, Heru, 2019). Pertanyaan mendasar dengan manajemen modal kerja adalah “Berapa jumlah optimal modal kerja yang harus diinvestasikan untuk memaksimalkan kinerja perusahaan?”

Kas merupakan aktiva yang sangat likuid dan dapat digunakan dengan segera untuk memenuhi kebutuhan dari aktivitas perusahaan. Persediaan kas di tangan merupakan uang tunai yang termasuk dalam kategori aktiva lancar. Kas yang optimal merupakan kas yang harus dijaga oleh perusahaan agar tidak mengalami kelebihan atau kekurangan, dan harus disediakan dalam batas jumlah yang telah ditentukan. Kas merupakan uang tunai yang diperlukan untuk memenuhi kebutuhan aktivitas operasional sehari-hari, serta dapat pula digunakan untuk beberapa hal, yaitu dibagikan kepada para

pemegang saham (*shareholders*) berupa dividen kas, membeli kembali saham saat diperlukan, dan untuk keperluan mendadak lainnya (Gill and Shah, 2012).

Dengan perkembangan bisnis yang begitu cepat dan diversitas, proses pertumbuhan dan pengembangan bisnis dibutuhkan pilihan pada modal kerja yang cukup atau tingginya level fleksibilitas keuangan. Manajer keuangan diharapkan mampu memiliki prioritas kebijakan keuangan yang fleksibel dan penanganan masalah financial distress. Beberapa studi menemukan ukuran besaran kas berkisar 8% sampai 10,5% (Kim, et.al, 1998; Opler, et.al, 1999; Foley, et.al, 2007; D'Mello, et.al, 2008; Bigelli dan Sancez, 2012). Proses globalisasi, internasionalisasi bisnis, integrasi *financial market*, *hyper-competitive* dan kesempatan pertumbuhan bisnis membutuhkan fleksibilitas keuangan agar sukses berkompetisi,

Secara teoritikal dan studi empiris, modal kerja masih merupakan kontroversi, dimana penggunaan modal kerja yang besar akan mendatangkan manfaat dan juga biaya modal yang besar. Studi empiris menghasilkan temuan yang beragam, baik pengaruhnya terhadap nilai perusahaan dan juga interaksi berbagai faktor yang berperan terhadap hubungan modal kerja dengan nilai perusahaan.

Pada kenyataanya banyak perusahaan pada saat menggunakan pendanaan dari luar, memerlukan biaya yang mahal dan atau sulit dikarenakan akses ke pasar modal terkendala atau dikarenakan krisis ekonomi. Perusahaan cenderung menaikkan modal kerja pada saat akses ke pasar modal sulit ataupun pada saat resesi ekonomi (Adjei, 2011). Implikasinya besaran modal kerja perusahaan tentunya dipengaruhi oleh kondisi ekonomi. Kondisi operasional tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi internal atau kemampuan mengelola modal kerja dari dalam perusahaan, tetapi juga dipengaruhi oleh kondisi

eksternal. Kondisi makroekonomi seperti suku bunga, inflasi, GDP, nilai tukar mata uang, dan kondisi eksternal lain (Lay, 2012; Nguyen dan Ngo, 2014; Carvajal, 2015; Hanafi, 2016).

Penelitian ini bertujuan menemukan pengaruh modal kerja pada kinerja perusahaan (*non financial firms*) di Indonesia. Menguji variabel moderasi terhadap pengaruh modal kerja dan kinerja perusahaan. Prediksi kekuatan factor moderating yaitu makroekonomi (tingkat inflasi, nilai tukar rupiah, suku bunga) di Indonesia.

### **Rumusan Masalah**

Rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut: 1) Apakah kas, piutang, persediaan perusahaan berpengaruh pada kinerja perusahaan. 2). Apakah modal kerja perusahaan berpengaruh pada kinerja perusahaan. 3) Apakah makroekonomi (tingkat inflasi, nilai tukar rupiah, suku bunga) memoderasi pengaruh modal kerja pada nilai perusahaan).

### **Manfaat Penelitian**

Temuan yang ditargetkan penelitian ini adalah: 1) Menemukan bukti empiris pengaruh modal kerja pada nilai perusahaan di Indonesia. 2) Menemukan bukti empiris model penelitian yang mampu menjelaskan peran inflasi, nilai tukar rupiah, suku bunga terhadap pengaruh modal kerja pada nilai perusahaan di Indonesia, 3) Penelitian ini ditujukan untuk memberikan beberapa kontribusi yang bermanfaat, yaitu kontribusi bukti empiris, kontribusi manajerial dan juga kontribusi metodologi.

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

Dalam pengelolaan aktiva lancar (modal kerja), perusahaan menghadapi *fundamental tradeoff* antara modal kerja (likuiditas) dan laba (profitabilitas) yang dihasilkan. Modal kerja dibutuhkan untuk menjalankan usaha dan makin besar penahanan modal kerja makin kecil risiko kekurangan dana, dengan demikian menurunkan risiko operasi perusahaan. Akan tetapi menahan modal kerja memerlukan biaya, misal jika persediaan terlalu besar perusahaan akan mempunyai aktiva yang menghasilkan pengembalian nol atau negatif jika biaya penyimpanan dan kerusakan tinggi. Selain itu perusahaan harus mendapatkan modal untuk membeli aktiva, seperti persediaan, dan modal ini mempunyai biaya, sehingga laba dapat berkurang akibat kelebihan aktiva (persediaan, piutang atau bahkan kas). Jadi ada tekanan untuk menahan modal kerja pada jumlah minimum yang cukup untuk mendukung pengoperasian bisnis yang lancar (Brigham & Houston, 2001, Mamduh M Hanafi, 2014).

Manajemen modal kerja merupakan salah satu hal penting ketika membahas masalah likuiditas dan profitabilitas (Eljelly, 2011) yang melibatkan keputusan tentang jumlah dan komposisi aktiva lancar serta pendanaannya. Semakin besar proporsi aktiva lancar, semakin kecil risiko *running out of cash*. Menurut Raheman & Nashr (2007) untuk mencapai optimal manajemen modal kerja, manajer perusahaan harus mampu mengontrol *trade off* antara memaksimalkan profitabilitas dan keakuratan likuiditas. Suatu manajemen modal kerja yang optimal diharapkan berkontribusi positif terhadap penciptakan nilai perusahaan (Howorth & Westhead, 2003). Ketidakakuratan mengelola komponen modal kerja akan mengakibatkan kesulitan dalam kelanjutan operasi

perusahaan dan konsekuensinya adalah nilai pasar perusahaan akan jatuh. Seluruh komponen dari modal kerja yaitu kas, surat berharga, piutang dan persediaan memiliki peran penting dalam kinerja perusahaan. Shin & Soenen (1998) mengemukakan bahwa manajemen modal kerja yang efisien merupakan hal yang sangat penting untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham. Sementara Smith, Beaumont, dan Begemann (1997) menekankan bahwa profitabilitas dan likuiditas adalah *silent goals* dari manajemen modal kerja.

Kas merupakan bentuk aktiva yang paling likuid yang biasa digunakan segera untuk memenuhi kewajiban keuangan perusahaan. Karena sifatnya likuid tersebut, kas memberikan keuntungan yang paling rendah. Karenanya masalah utama kas adalah menyediakan kas yang memadai agar tidak mengganggu likuiditasnya (Husnan, 2011, Mamduh M Hanafi, 2014). Pengelolaan kas model Boumol (1952) mengidentifikasi bahwa kebutuhan kas seharusnya ada penyeimbangan agar tidak terlalu tinggi maupun terlalu rendah atau menggunakan model mirip persediaan. Sedangkan pengelolaan kas model Miller dan Orr dengan menggunakan penetapan batas atas dan batas bawah saldo kas.

Nilai perusahaan adalah *present value* dari *cash flow* yang diharapkan dan *discount rate* pengembalian yang mencerminkan baik risiko perusahaan dan *financing mix* yang digunakan. Tujuan normatif perusahaan adalah maksimum nilai perusahaan telah dikemukakan Ross, *et al.* (2005: 14): “*The goal of financial management is to maximize the shareholder’s wealth by taking action that increase the current value per share of exiting stock of the firm*” yang dapat diartikan bahwa tujuan manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dengan



mengambil tindakan pada peningkatan nilai per lembar saham sekarang dari saham yang ada. Damodaran (2006) juga menjelaskan bahwa fungsi tujuan dalam keuangan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan, yang dikaitkan dengan tiga keputusan keuangan perusahaan yaitu investasi, pendanaan dan keputusan dividen.

Dalam ilmu keuangan dan juga manajerial, Opler, Pinkowitz, Stulz dan Williamson dan juga model intuisi Miller dan Orr (1996) menggunakan model pengelolaan kas dengan membandingkan manfaat dan biaya cash holding untuk mengidentifikasi level optimal likuiditas perusahaan (model trade off). Sedangkan dalam model pecking order theory mengungkapkan bahwa level optimum jumlah kas perusahaan merupakan fungsi preferensi manajer dengan menggunakan sumberdaya internal untuk mengurangi transaction cost dan asymmetric information. Penelitian yang berhubungan dengan cost-benefit dan likuiditas yang berdampak positif pada kinerja perusahaan dilakukan oleh Pinkowitz, et.al (2003), Fresard (2010).

Studi empiris menemukan hubungan positif modal kerja dengan nilai perusahaan Kalcheva dan Lins, 2007; Loncan, TR dan Caldeira, JF, 2014; Tingting Zhou, 2014). Beberapa studi di berbagai Negara, seperti USA, Taiwan, Malaysia, Australia, Swedia, Pakistan dilakukan oleh Smith (2014) Rashid (2014), Al Dhamari dan Kun Ismail (2014), Darush Y dan Ohman (2014), Azmat (2014), Tae-Nyun Kim (2013), Huang et.all. (2014), Calendro (2015). Hasil penelitian yang dilakukan peneliti tersebut menunjukkan bahwa modal kerja perusahaan berhubungan positif dengan nilai perusahaan dalam berbagai ukuran atau proksi. Perusahaan seharusnya mengalokasikan modal kerja perusahaan pada tingkat normal, dimana pada tingkat tersebut modal kerja digunakan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dan tidak hanya memaksimumkan

kesejahteraan pengelola atau manajemen atau pemegang saham pengendali. Kas, piutang, persediaan yang berada diatas normal atau terjadi excess sebaiknya digunakan untuk investasi yang memiliki NPV positif.

Studi empiris menemukan perbedaan pengaruh modal kerja dan hubungan dengan nilai perusahaan pada berbagai negara. Terdapat dua pandangan yang saling bersaing mengenai kebijakan modal kerja. Pandangan pertama mengungkapkan bahwa modal kerja yang lebih tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan. Beberapa studi yang mendukung pandangan ini termasuk Moussa (2018), Wasiuzzaman (2015), Abuzayed (2012), Mohamed dan Saad (2010), Ogundipe et al. (2012), Deloof (2003), Lee dan Stowe (1993), Dunn dan Cheatham (1993) yang menemukan hubungan positif antara modal kerja dan nilai perusahaan. Studi empiris Almeida dan Fitri (2014), Vural et al. (2012), Kieschnick et al., (2011); Garcia-Teruel dan Martinez-Solano (2007), dan Deloof (2003) menemukan hubungan negatif antara modal kerja dan nilai perusahaan.

Secara teoritis, ada beberapa kemungkinan penjelasan mengenai motif perusahaan untuk menginvestasikan sejumlah besar modal kerja. Menurut Blinder dan Mancini (1991), semakin besar jumlah persediaan, semakin sedikit biaya persediaan mereka. Dengan demikian, Perusahaan akan meniadakan risiko harga yang lebih tinggi yang ditetapkan oleh pemasok mereka, dan mereka juga akan mencegah gangguan pada proses produksi, dan hilangnya penjualan, karena kekurangan produk. Stok persediaan yang besar juga memungkinkan perusahaan untuk memberikan layanan yang lebih baik kepada konsumen mereka dan mengurangi kemungkinan kehabisan persediaan. Selain itu, kebijakan penjualan kredit, dalam jangka panjang, akan meningkatkan penjualan dan loyalitas pelanggan (Petersen dan Rajan 1997; Ng et al. 1999; Wilner 2000). Peningkatan

penjualan dan loyalitas pelanggan, dari perspektif konsumen, akan memberikan manfaat termasuk memungkinkan pembeli untuk memverifikasi kualitas barang sebelum melakukan pembayaran, sehingga akan mengurangi informasi asimetris antara pembeli dan penjual (Lee dan Stowe 1993; Smith 1987). Deloof dan Jegers (1996) menyatakan bahwa fasilitas penjualan kredit akan menjadi pertimbangan bagi konsumen dalam memilih produk, ketika kualitas produk yang ada di pasaran sama. Penjualan kredit juga akan mendorong konsumen untuk melakukan pembelian ketika permintaan rendah (Mamduh M Hanafi, 2014). Dari perspektif investasi jangka pendek, investasi dalam piutang memberikan manfaat yang lebih besar daripada investasi dalam sekuritas yang dapat dipasarkan.

Keuntungan pengelolaan modal kerja sangat relevan dalam perioda tertentu dimana kondisi makroekonomi cukup baik. Pada kenyataannya banyak perusahaan pada saat menggunakan pendanaan dari luar, memerlukan biaya yang mahal dan atau sulit dikarenakan akses ke pasar modal terkendala atau dikarenakan krisis ekonomi. Perusahaan cenderung menaikkan modal kerja pada saat akses ke pasar modal sulit ataupun pada saat resesi ekonomi (Adjei, 2011). Implikasinya besaran modal kerja perusahaan tentunya dipengaruhi oleh kondisi ekonomi. Resiko muncul karena adanya ketidakpastian. Perusahaan menghadapi banyak ketidakpastian, dan menyebabkan munculnya risiko. Perubahan tingkat bunga bias menyebabkan perusahaan menghadapi dua tipe risiko, yaitu: a) risiko perubahan tingkat pendapatan, yang merupakan pendapatan bersih (hasil investasi dikurangi biaya) berubah atau berkurang dari yang diharapkan, b) risiko perubahan nilai pasar karena perubahan tingkat bunga. Demikian juga perubahan kurs mata uang negara terhadap mata uang lainnya. Mata uang suatu

negara merupakan cerminan kondisi ekonomi suatu Negara. Jika perekonomian suatu negara membaik, maka mata uang negara tersebut cenderung menguat terhadap mata uang negara lain (Mamduh M Hanafi, 2016).

Beberapa riset diberbagai negara menunjukkan bahwa kondisi makroekonomi mempengaruhi kinerja perusahaan ataupun harga saham perusahaan (Kim Hiang Liow, Muhammad Faishal Ibrahim dan Qiong Huang, 2005; Kyereboah, Coleman dan Tettey, 2008); Carvajal, 2015; Nguyen dan Ngo, 2014; Hassan Tanha, Michael Dempsey dan Terrence Hallahan, 2014). Penelitian Adjei (2011) menemukan bahwa kinerja perusahaan secara signifikan mengalami penurunan saat mulai krisis ekonomi. Perusahaan skala besar mengalami penurunan kinerja dan cenderung memiliki cash holding yang rendah dan hutang jangka pendek yang tinggi. Perusahaan tersebut dapat dikatakan memiliki keterbatasan dalam pendanaan atau operasional perusahaan yang sangat tergantung dari pendanaan eksternal.

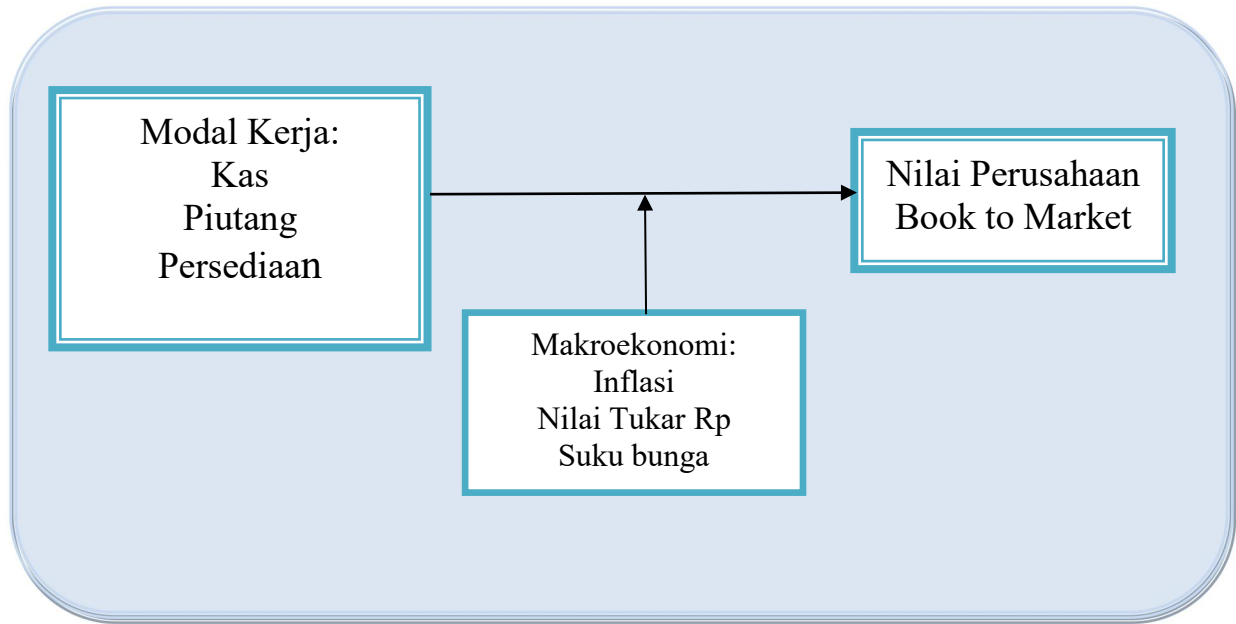
Modal kerja terutama kas membantu perusahaan dalam likuiditas atau posisi perusahaan dan mengurangi kemungkinan kebangkrutan pada saat krisis. Pada saat krisis keuangan perusahaan mengalami penurunan dalam cashflow, dan perusahaan mendanai proyek-proyek investasi dengan cash reserve dan cenderung menambah hutang ataupun mengeluarkan saham baru untuk menjaga ekuilibrium bisnis. Riset Faulkender (2006), Acharya (2007) Denis dan Sibilkov (2010), Fresard (2010), Duchin (2010) menemukan bahwa terdapat hubungan negative krisis ekonomi dengan pendanaan dari luar, mengurangi investasi perusahaan dan rendahnya modal kerja perusahaan.

Berdasarkan uraian teoritikal dan berbagai studi empiris, maka hipotesis yang ingin diuji adalah:

- Hipotesis 1. Kas, piutang, persediaan berpengaruh positif pada kinerja perusahaan.
- Hipotesis 2. Modal kerja berpengaruh positif pada kinerja perusahaan.
- Hipotesis 3. Makroekonomi memoderasi pengaruh modal kerja pada kinerja perusahaan.

### **Kerangka Konseptual**

**Gambar 2. Kerangka konseptual penelitian peran makroekonomi terhadap pengaruh modal kerja pada nilai perusahaan.**



### **BAB III**

#### **KONTRIBUSI PENELITIAN**

Penelitian ini ditujukan untuk memberikan beberapa kontribusi yang bermanfaat, yaitu kontribusi teoritis, kontribusi manajerial dan juga kontribusi metodologi. Perbedaan penelitian sebelumnya dapat dijelaskan sebagai berikut:

- 1) Kontribusi literature empiris, yaitu 1) Penelitian ini memperluas determinan kinerja perusahaan atau nilai perusahaan. 2) Penelitian ini menambahkan faktor moderating kondisi makroekonomi.
- 2) Kontribusi manajerial, yaitu memberikan masukan manajerial dalam pengelolaan kas, piutang, persediaan guna peningkatan kinerja perusahaan. 2) Memberikan masukan manajerial mengenai pentingnya memperhatikan kondisi makroekonomi dalam pengelolaan modal kerja
- 3) Kontribusi metodologi, yaitu penggunaan model regresi panel dinamis *random-fixed effect* dalam menguji hipotesis penelitian yang ingin diuji.

## **BAB IV**

### **METODE PENELITIAN**

#### **Data Dan Sampel Penelitian**

Penelitian dirancang menggunakan pendekatan kuantitatif melalui pengujian hipotesis dan analisis data sekunder. Disain penelitian mengacu pada teori dan hasil studi empiris yang mendukung hipotesis yang akan diuji. Peneliti melakukan telaah teori dan hasil studi empiris guna memetakan teori sesuai tujuan penelitian dan kerangka konseptual penelitian. Penelitian merupakan riset kausal, dengan dimensi waktu yang panjang dan menggunakan sampel emiten yang cukup banyak sehingga dapat menjelaskan fenomena yang ingin dibuktikan dan tingkat generalisasi yang tinggi.

Penelitian ini menggunakan data dari berbagai sumber, diantaranya Indonesian Capital Market Directory (ICMD). Sampel emiten yang tercatat di BEI Indonesia adalah perusahaan nonkeuangan. Jumlah n sampel penelitian sebesar 1960 observasi. Penentuan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Anggota sampel diseleksi berdasarkan beberapa kriteria, yaitu:

1. Perusahaan publik nonkeuangan di Indonesia yang diklasifikasikan berdasarkan system klasifikasi IDX. Penelitian tidak memasukkan sektor keuangan karena karakteristik perusahaan keuangan berbeda dengan perusahaan non keuangan, sehingga jika digabung menimbulkan bias pada hasil riset. Klasifikasi industri di Bursa Efek Indonesia, adalah pertanian, pertambangan, industry dasar dan kimia, aneka industry, industri barang dan konsumsi, property dan real estate, infrastruktur dan transportasi, perdagangan dan jasa (IDX, 2019).

2. Perusahaan nonkeuangan tersebut memiliki seluruh data variable penelitian selama tahun 2009-2018 (sesudah krisis).
3. Data variabel penelitian yang dikumpulkan tersebut tidak termasuk kategori data outlier.

### **Identifikasi Dan Definisi Operasional Variabel Penelitian**

Identifikasi dan definisi operasional digunakan untuk memperjelas dan mempertajam focus penelitian guna mendapatkan hasil yang tepat. Identifikasi dan definisi operasional menggambarkan variable penelitian yaitu variabel independen, variable independen, variable moderasi maupun variable control.

Pengujian hipotesis penelitian dengan menggunakan regresi panel dinamis dan regresi berjenjang sebagai berikut:

$$MTB = \alpha_0 + \beta_1 C/TA_{i,t} + \beta_2 R/TA_{i,t} + \beta_3 Inv/TA_{i,t} + \beta_4 Lev/TA_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Industri_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$
$$MTB = \alpha_0 + \beta_1 WC_{i,t} + \beta_4 Lev/TA_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Industri_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Dimana:

**Variabel Dependen:**

MTB = Market value of equity / total asset

**Variabel Independen:**

C/TA = Cash & cash equivalent / total asset

R/TA = Receivables / total asset

Inv/TA = Inventory / total asset

WC/TA = Working capital / total asset

**Variabel Kontrol:**

Age = natural log umur perusahaan

Regresi berjenjang makroekonomika sebagai berikut:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 X_{i,t} + \beta_2 \text{Variabel kontrol} + \varepsilon_{i,j}$$

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 X_{i,t} + \beta_2 M_{i,t} + \beta_3 X_{i,t} * \beta_2 M_{i,t} + \beta_2 \text{Variabel kontrol} + \varepsilon_{i,j}$$

Dimana:

Y = MTB

X = Modal kerja (kas, piutang, persediaan)



M = Variabel moderasi yaitu makroekonomi: inflasi, nilai tukar rupiah, suku bunga.

$\varepsilon$  = error term.

Tabel 4.1. Identifikasi Dan Definisi Operasional Variabel Penelitian

VARIABEL	DEFINISI
Variabel dependen : MTB (market to book)	MTB merupakan nilai pasar dari nilai buku Market value of equity / total asset
Variabel independen: Cash Receivables Inventory Modal Kerja	Cash merupakan (Cash & cash equivalent) / Total asset Piutang / Total Asset Persediaan / Total Asset Jumlah dari keseluruhan modal kerja / Total Asset
Variable Moderasi: Makroekonomika: Inflasi Nilai tukar rupiah Suku bunga	Makroekonomika merupakan kondisi menyeluruh perekonomian dalam suatu negara Kenaikan harga-harga barang secara umum Nilai tukar rupiah terhadap dolar USA SBI atau suku bunga bebas resiko
Variabel kontrol	Umur perusahaan atau age Industri

### **Pengujian Spesifikasi Model**

Dalam penelitian ini menggunakan multiple regression dan juga regresi berjenjang. Pengujian spesifikasi model untuk menentukan model persamaan yang terbaik dan dapat digunakan untuk mengambil kesimpulan menggunakan uji normalitas, asumsi klasik, uji endogeneity.

## BAB V

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### HASIL DAN PEMBAHASAN

##### A. Deskriptif Statistika

Deskriptif statistika variabel independen dan dependen pada penelitian ini, dapat dilihat pada tabel. 5.1. Hasil menunjukkan bahwa rerata kas perusahaan sebesar 9,55% dari total asset. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya bahwa rata-rata kas perusahaan di Indonesia berkisar 8%-10% dari total asset perusahaan (Kristanto, 2019, Da Cruz, 2015).

**Table 1. Deskriptif Statistik Variabel Dependen, Independen**

	<b>MTB TA</b>	<b>C TA</b>	<b>R TA</b>	<b>INV TA</b>	<b>NWC TA</b>	<b>L AGE</b>
<b>Mean</b>	23.898	0,0955	0,20006	0,4318	0,7275	1,2687
<b>Maximum</b>	44,828	0,3127	0,34380	0,5946	0,9467	1,6434
<b>Minimum</b>	0,0241	0,0000	0,0000	0,0000	0,0033	0,8450
<b>Std. Dev.</b>	0,1012	0,1238	0, 2563	0,1079	0,1342	0,1293
<b>Observations</b>	1960	1960	1960	1960	1960	1960

Sumber: Data diolah, 2020.

Rerata piutang perusahaan sebesar 20% dari total asset. Piutang usaha terendah mencapai 0% dari total asset perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena adanya akumulasi piutang tahun sebelumnya dan juga dikarenakan jenis perusahaan. Rata-rata persediaan sebesar 43, 18 % dari total asset. Modal kerja perusahaan memiliki rata-rata sebesar 72, 75% dari total aset perusahaan.

**Tabel. 5.2. Deskriptif Statistika Variabel Moderasi**

	<b>INFLASI</b>	<b>NT_RP</b>	<b>SBI</b>
<b>Mean</b>	5,1599	11314,28	6,2500
<b>Maximum</b>	8,3800	13882,00	7,7500
<b>Minimum</b>	2,7800	9038,000	4,2500
<b>Std. Dev.</b>	2,1829	1910,488	1,2352
<b>Observations</b>	1960	1960	1960

Sumber: Data diolah, 2020.

Statistik deskriptif dari variabel moderasi yaitu inflasi, nilai tukar rupiah dan suku bunga bebas resiko dapat dilihat pada tabel 5.2. rerata inflasi selama periode pengamatan sebesar 5,16%, dengan tingkat inflasi tertinggi sebesar 8,38%. Nilai tukar rupiah memiliki rerata sebesar Rp. 11.314,28 per dolar US. Nilai tukar rupiah tertinggi sebesar Rp.13.882,00. Rerata suku bunga bebas risiko sebesar 6,250% per tahun.

## **B. Pengujian Hipotesis**

Pengujian hipotesis dalam penelitian menggunakan *Panel Multiple Regression Fixed Effect* dan *Moderation Regression*. Ringkasan hasil pengujian secara statistika dapat dilihat pada tabel 5.3.

**Tabel 5.3. Ringkasan Uji Statistika**

Variabel	Tahun 2009-2018		2009-2013		2014-2018	
	t- tabel	Prob	t-tabel	Prob	t-tabel	Prob
C_TA	9,5262	0,027	2,7391	0,006	3,2380	0,001
R_TA	8,8224	0,000	4,7169	0,000	-1,417	0,015
INV_TA	28,509	0,000	46,644	0,000	1,8761	0,000
NWC_TA	1895,8	0,000	1307,1	0,000	2,2539	0,023
Moderasi						
Inflasi	107,72	0,000				
NT_RP	25,625	0,000				
SBI	44,134	0,000				

Sumber: Lampiran 1

## **1. Pengaruh Kas, Piutang, Persediaan pada Kinerja Perusahaan.**

### **Kas**

Dari hasil pengujian secara statistika dengan Panel Least Square pada tabel 5.3, diketahui bahwa kas berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Hal tersebut dibuktikan dengan nilai parameter t statistik positif C\_TA sebesar 9,5262 dan signifikan pada probabilitas 0,027 pada tahun pengamatan 2009-2018. Demikian juga pada tahun pengamatan 2009-2013 dan 2014-2018 menunjukkan bahwa kas berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan temuan Anderson & Hamidi (2015), Da Cruz (2015), Kristanto, et. al (2019).

Kas dan setara dengan kas merupakan aktiva yang memberikan penghasilan yang minim. Kas dibutuhkan untuk membayar gaji dan bahan baku, membeli aktiva tetap, membayar pajak, melunasi hutang, membayar dividen, dan lain-lain. Karena kas memberikan penghasilan yang minim, maka tujuan manajemen kas adalah meminimumkan jumlah kas yang harus ada pada perusahaan agar aktivitas perusahaan dapat berjalan normal (Mamduh M. Hanafi, 2014). Pada saat yang sama perusahaan memiliki kas yang cukup untuk mengambil diskon pembelian, melunasi hutang yang jatuh tempo, dan memenuhi kebutuhan kas yang tidak terduga.

### **Piutang**

Dari hasil pengujian secara statistika dengan Panel Least Square pada tabel 5.3, diketahui bahwa piutang berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Hal tersebut dibuktikan dengan nilai parameter t statistik positif dan signifikan R\_TA pada probabilitas 0,000 pada tahun pengamatan 2009-2018. Demikian juga pada tahun pengamatan 2009-2013 dan 2014-2018 menunjukkan bahwa piutang berpengaruh

positif pada nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan temuan Kristanto, et. al (2019) terutama pada perusahaan yang list di BEI.

Piutang usaha adalah tagihan perusahaan kepada pihak lainnya yang memiliki jangka waktu tidak lebih dari satu tahun. Piutang ini terjadi akibat dari penjualan barang atau jasa secara kredit (angsuran). Perputaran piutang atau *receivable turnover* adalah suatu angka yang menunjukkan berapa kali suatu perusahaan melakukan tagihan atas piutangnya pada suatu periode tertentu (Mamduh M. Hanafi, 2014). Angka ini diperoleh berdasarkan hubungan antara saldo piutang rata-rata dengan penjualan kredit. Perputaran piutang adalah usaha untuk mengukur seberapa sering piutang usaha berubah menjadi kas dalam setahun.

### **Persediaan**

Dari hasil pengujian secara statistika dengan Panel Least Square pada tabel 5.3, diketahui bahwa persediaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Hal tersebut dibuktikan dengan nilai parameter t statistik positif INV\_TA sebesar 28,509 dan signifikan pada probabilitas 0,000 pada tahun pengamatan 2009-2018. Demikian juga pada tahun pengamatan 2009-2013 dan 2014-2018 menunjukkan bahwa persediaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan temuan penelitian terdahulu (Kristanto, et. al, 2019).

Persediaan adalah cadangan perusahaan untuk proses produksi atau penjualan pada saat dibutuhkan. Jenis persediaan dibagi dua yaitu untuk perusahaan dagang adalah semua barang yang diperdagangkan, sedangkan untuk perusahaan manufacturing adalah barang mentah, barang dalam proses dan barang jadi. Adanya investasi dalam *inventory* yang terlalu besar dibandingkan dengan kebutuhan akan

memperbesar beban bunga, memperbesar biaya penyimpanan dan pemeliharaan di gudang, memperbesar kemungkinan kerugian karena kerusakan, turunnya kualitas, sehingga semuanya ini akan memperkecil keuntungan perusahaan (Mamduh M. Hanafi, 2014). Demikian sebaliknya, adanya investasi yang terlalu kecil dalam *inventory* juga akan mempunyai efek yang menekan keuntungan perusahaan. Semakin tinggi tingkat perputarpersediaan akan memperkecil resiko terhadap kerugian yang disebabkan karena penurunan harga atau karena perubahan selera konsumen, disamping itu akan menghemat ongkos penyimpanan dan pemeliharaan terhadap persediaan tersebut.

## **2. Pengaruh Modal Kerja pada Kinerja Perusahaan.**

Dari hasil pengujian secara statistika dengan Panel Least Square pada tabel 5.3, diketahui bahwa persediaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Hal tersebut dibuktikan dengan nilai parameter t statistik  $NWC\_TA$  positif dan signifikan. Hasil penelitian memperlihatkan bahwa variabel manajemen modal kerja yang diukur dengan menggunakan modal kerja bersih mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan baik dengan menggunakan *book to market*.

Penelitian ini menemukan pengaruh pengelolaan modal kerja pada kinerja Hasil menunjukkan bahwa manajemen modal kerja mempengaruhi kinerja perusahaan. Pengelolaan modal kerja secara signifikan mempengaruhi profitabilitas dan peningkatan probabilitas dilakukan dengan mengurangi hari pengumpulan piutang dan pengurangan persediaan. Shin & Soenen (1998) menemukan hasil yang hampir sama bahwa pengelolaan modal kerja mempengaruhi profitabilitas. Hasil-hasil temuan ini menunjukkan bahwa manajer dapat menghasilkan *return* yang positif untuk pemegang saham dengan mengelola modal kerja secara efektif. Akan tetapi pemikiran tradisional

menyebutkan bahwa lebih banyak investasi dalam modal kerja (*conservative policy*) juga meningkatkan profitabilitas. Ketika persediaan banyak, hak ini akan mengurangi biaya yang dikeluarkan karena gangguan dalam proses produksi, mengurangi biaya *supply*, melindungi dari fluktuasi harga dan kehilangan kesempatan bisnis terkait dengan kelangkaan produk (Blinder & Maccini, 1991). Czyewsky & Hicks (1992) juga menyimpulkan bahwa perusahaan dengan *return* yang tinggi dari asetnya memiliki *cash balance* yang lebih tinggi.

### **3. Moderasi Makroekonomi Terhadap Pengaruh Modal Kerja pada Kinerja**

#### **Perusahaan**

#### **Makroekonomi**

Dari hasil pengujian secara statistika dengan Panel Least Square pada tabel 5,3, diketahui bahwa makroekonomi memoderasi berpengaruh modal kerja pada nilai perusahaan. Hal tersebut dibuktikan dengan nilai parameter t statistik Inflasi, NT\_RP dan juga SBI yang signifikan. Hal tersebut juga membuktikan bahwa variabel makroekonomi memoderasi pengaruh modal kerja pada nilai perusahaan.

Beberapa riset diberbagai negara menunjukkan bahwa kondisi makroekonomi mempengaruhi kinerja perusahaan ataupun harga saham perusahaan (Carvajal, 2015; Nguyen dan Ngo, 2014). Penelitian Adjei (2011) membuktikan bahwa kinerja perusahaan secara signifikan mengalami penurunan saat mulai krisis ekonomi. Perusahaan skala besar mengalami penurunan kinerja dan cenderung memiliki cash holding yang rendah dan hutang jangka pendek yang tinggi. Perusahaan tersebut dapat dikatakan memiliki keterbatasan dalam pendanaan atau operasional perusahaan yang sangat tergantung dari pendanaan eksternal.

Modal kerja terutama kas membantu perusahaan dalam likuiditas atau posisi perusahaan dan mengurangi kemungkinan kebangkrutan pada saat krisis. Pada saat krisis keuangan perusahaan mengalami penurunan dalam cashflow, dan perusahaan mendanai proyek-proyek investasi dengan cash reserve dan cenderung menambah hutang ataupun mengeluarkan saham baru untuk menjaga ekuilibrium bisnis. Riset Denis dan Sibilkov (2010), Fresard (2010), Duchin (2010) menemukan bahwa terdapat hubungan negative krisis ekonomi dengan pendanaan dari luar, mengurangi investasi perusahaan dan rendahnya modal kerja perusahaan.



## **BAB VI**

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

#### **KESIMPULAN**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kas, piutang, persediaan dan juga modal kerja pada market to book atau nilai perusahaan. Penelitian juga menguji moderasi variabel inflasi, nilai tukar rupiah, suku bunga bebas risiko terhadap pengaruh modal kerja pada nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: (1) Kas berpengaruh positif signifikan pada market to book atau nilai perusahaan profitabilitas. (2) Piutang berpengaruh positif signifikan pada nilai perusahaan. (3) Persediaan berpengaruh positif signifikan pada nilai perusahaan. (4) Modal kerja berpengaruh positif signifikan pada nilai nilai perusahaan. (5) Makroekonomi memoderasi pengaruh Modal kerja pada nilai perusahaan.

#### **SARAN**

Berdasarkan hasil dan pembahasan penelitian ini, maka penulis memberikan saran kepada beberapa pihak yang berkepentingan, antara lain: (1) Bagi pengelola perusahaan diharapkan untuk disiplin dalam mengelola kas, piutang, persediaan dengan memperhatikan kondisi makroekonomi. Hal tersebut berguna untuk meningkatkan kinerja modal kerja dan juga peningkatan nilai perusahaan. (2) Pada penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan data sesudah-sebelum krisis atau antar industri untuk mengungkap atau memperjelas fenomena tersebut. (3) Menambah variabel

penelitian yang sekiranya relevan mampu menjadikan ukuran nilai perusahaan dan juga tambahan proksi variabel moderasi. Hal ini dilakukan dengan tujuan agar hasil penelitian menjadi lebih akurat.

## **REFERENSI**

- Abunasmala, SNM. & Sulaiman, J. (2014). Cash holding and corporate profitability: Some evidence from Jordan. *International Journal of Innovative and Applied Studies*, vol 8, no,3, pp.898-907.
- Abuzayed, B. 2012. Working Capital Management and Firms' Performance in Emerging Markets: The Case of Jordan. *International Journal of Managerial Finance* 8(2): 155–179.
- Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), 515-554.
- Adjei, F. (2011). The sub-prime mortgage crisis and the changing value of cash. *Journal of Economics and Finance*, 35(1), 79-92.
- Aktas, N., E. Croci, and D. Petmezas. 2015. Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance* 30: 98-113.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Almeida, H., M. Campello, and M. Weisbach. 2004. The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance* 59 (4): 1777-1804.
- Almeida, J. R., and W. Eid Jr. 2014. Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. *Journal of Business Research* 67: 924–934.
- Amit, Raphael & Livnat, Joshua. (1988). Diversification Strategies Business Cycles and Economic Performance. *Strategic Management Journal*. 99: 99-110.
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Cash Holdings and Corporate Governance Around the World: *Working paper*, Swiss Institute of Banking and Finance, Stern School of Business, and University of Mannheim.
- Anabestani, Z & Shourvarzi, (2014). Cash holding, firm value and corporate governance. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 21 (10): 1734-1745.
- Anthony Kyereboah-Coleman Kwame F. & Agyire-Tettey, (2008), Impact of macroeconomic indicators on stock market performance, *The Journal of Risk Finance*, Vol. 9 Iss 4 pp. 365 – 378.
- Arellano, M., and S. Bond. 1991. Some test of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* 58: 277–297.

- Baños-Caballero, S., P. García-Teruel, and P. Martínez-Solano. 2012. How does working capital management affect the profitability of Spanish SME's? *Small Business Economics* 39: 517-529.
- Banos-Caballero, S., P. J. Garcia-Teruel, and P. Martinez-Solano. 2014. Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research* 67: 332– 338.
- Barber, B. M., and J. D. Lyon. 1997. Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics. *Journal of Finance Economics* 43: 341–372.
- Basis of Empirical Data. Springer Science and Business Media. <http://www.springer.com/978-3-658-02745-2>.
- Bates, T. W., K. Kahle, and R. Stulz. 2009. Why Do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance* 64: 1985-2021.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Bettis, R. A. (1981). Performance differences in related and unrelated diversified firms. *Strategic Management Journal*, 2(4), 379-393.
- Bettis, Richard A & Mahajan, Vijay. (1985). Risk/Return Performance of Diversified Firms. *Management Science*. 31(7): 785-799.
- Bigelli, M., & Sánchez-Vidal, J. (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 26-35.
- Blinder, A. S., and L. J. Maccini. The resurgence of inventory research: What have we learned? *Journal of Economic Surveys* 5: 291–328.
- Buchmann, P., A. Roos, U. Jung, and A. Martin. 2008. Cash for Growth: the Neglected Power of Working-Capital Management. The Boston Consulting Group.
- Byrd, JW. & KA. Hickman (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender off bid. *Journal of Financial Economics*, 32 (2): 195-221.
- Catalina Granda Carvajal , (2015),"Informality and macroeconomic volatility: do credit constraints matter?", *Journal of Economic Studies*, Vol. 42, 6 pp. 1095 – 1111.
- Chakrabarti, Abhirup; Singh, Kulwant & Mahmood, Ishtiaq. (2007). Diversification and Performance: Evidence from East Asian Firms. *Strategic Management Journal*. 28: 101-120.
- Charitou, M., L. Petros, B. S. Halim. 2012. The relationship between working capital management and firm's profitability: An empirical investigation for an emerging Asian country. *International Business and Economics Research Journal* 11 (8): 839 - 848.
- Chen & Steiner, 1999. Managerial Ownership and Agency conflict: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy and dividend policy. *The Financial Review*, 34: 119-136.
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87 (1): 157-176.
- Chih Jen Huang; Tsai-Ling Liao & Yu-Shan Chang , (2015),"Over-investment, the marginal value of cash holdings and corporate governance", *Studies in Economics and Finance*, Vol. 32 Iss 2 pp. 204 – 221.

- Chittenden, F., P. Poutziouris, and N. Michaelas. 1998. Financial Management and Working Capital Practices in UK SMEs. Manchester: Manchester Business School.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen. 2006. Managerial incentives and risk taking. *Journal of Financial Economics* 79: 431–468
- Coles, J.W.; VB. McWilliams dan N. Sen. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27 (1): 23-50.
- Corsten, D., and T. Gruen. 2004. Stock-outs cause walkouts. *Harvard Business Review* 82: 26-28.
- D’Mello, R., Krishnaswami, S., & Larkin, P. J. (2008). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking & Finance*, 32(7), 1209-1220.
- Darush Yazdanfar & Peter Öhman , (2014), "The impact of cash conversion cycle on firm profitability ", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 10 Iss 4 pp. 442 – 452.
- Datta, Deepak K; Rajagopalan, Nandini & Rasheed, Abdul M.A. (1991). Diversification and Performance: Critical Review and Future Directions. *Journal of Management Studies*. 28(5): 529-558.
- David, Fred R. (2003). *Strategic Management: Concepts and Cases*. 8th Edition, International Edition, Prentice Hall Pearson Education, Inc. Upper Saddle River: New Jersey.
- Deloof, M. 2003. Does working capital management affect profit
- Deloof, M., and M. Jegers. 1996. Trade credit, product quality, and intragroup trade: Some European evidence. *Financial Management* 25: 33–43.
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- Denis, D. J., and V. Sibilkov. 2010. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review Finance Study* 23: 247-269.
- 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*, 38(01), 111-133.
- Drobetz, W., Grüninger, M. C., & Hirschvogel, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2168-2184.
- Duchin, R. (2010). Cash holdings and corporate diversification. *The Journal of Finance*, 65(3), 955-992.
- Duchin, R., O. Ozbas, and B. A. Sensoy. 2010. Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *Journal of Financial Economics* 97: 418-435.
- Dunn, P., and L. Cheatham. 1993. Fundamentals of small business financial management for startup, survival, growth, and changing economic circumstances. *Managerial Finance* 19: 1–13
- Eljelly, M. A. (2004). Liquidity – Profitability Tradeoff: An empirical Investigation in An Emerging Market. *International Journal of Commerce & Management*. 14 (2): 48-61.

- Emery, G. W. 1984. A pure financial explanation for trade credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19: 271–285.
- Emery, G. W. 1987. An optimal financial response to variable demand. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22: 209–225.
- Ernst, and Young. 2015. All Tied Up: Working Capital Management Report.
- Faden, C. 2014. Optimizing firm Performance: Alignment of Operational Success Drivers on the
- Fama, E. F., and K. R. French. 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33: 3–56.
- Fama, EF. dan KR. French (1992). The cross-section of expected stock return. *Journal of Finance*, 53 (3): 819-843.
- Fama, Eugene F & French, Kenneth R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*. Vol. 53 (3): 819-843.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Faulkender, M., and R. Wang. 2006. Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance* 61 (4): 1957–1990.
- Fazzari, S. M., and B. C. Petersen. 1993. Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. *RAND J. Econ.* 24 (3): 328–342.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of financial economics*, 88(3), 499-533.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Fess, P. 1966. The working capital concept. *The Accounting Review*: 266-270.
- Fresard, L. (2010). Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. *The Journal of Finance*, 65(3), 1097-1122.
- Fritz Foley, C., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of financial economics*, 86(3), 579-607. 3.
- García-Teruel, P., and P. Martínez-Solano. 2007. Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance* 3: 164–177
- Garrett C.C. Smith , (2014), "After a market panic: cash is king", *Managerial Finance*, Vol. 40 Iss 5 pp. 506 -534.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics & Finance*, 4(1).
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4-22.
- Goergen, Marc & Renneboog, Luc, 2001. Investment policy, internal financing and ownership concentration in UK. *Journal of Corporate Finance*, 7: 257-284.
- Gomes, Joao & Livdan, Dmitry. (2004). Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence. *The Journal of Finance*. 2 (LIX): 507-535.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2), 187-243.

- Guney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2007). International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational financial management*, 17(1), 45-60.
- Han, S. & J. Qiu (2007). Corporate precautionary cash holding. *Journal of Corporate Finance*, 13 (1): 43-57.
- Han, S., and J. Qiu, 2007. Corporate precautionary cash savings. *Journal of Corporate Finance* 13: 43-57.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
- 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.
- Harford, Mansi & Maxwell. 2008. Corporate Governance and firm cash holding in the USA. *Journal of Financial Economic*. 87: 535-555.
- Hassan Tanha; Michael Dempsey & Terrence Hallahan , (2014),"Macroeconomic information and implied volatility: evidence from Australian index options", *Review of Behavioral Finance*, Vol. 6 Iss 1 pp. 46 – 62.
- Hawawini, G., C. Viallet, and A. Vora. 1986. Industry influences on corporate working capital decisions. *Sloan Management Review* 27 (4) (Summer): 15-24.
- Hermalin, BE. dan MS. Weisbach (2001). Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9: 7-26.
- Hill, M. D., G. W. Kelly, and M. J. Highfield. 2010. Net operating working capital behavior: A first look. *Financial Management* 39: 783–805.
- Hitt, Michael A; R. Duane Ireland. & Robert E. Hosskison. (2011). *Concepts Strategic Management Competitiveness & Globalization 9e*. South-Western Cengage Learning. USA.
- Howorth, C. & Westhead, P. (2003). The Focus of Working Capital Management in UK Small Firms. *Management Accounting Research*, 14 (2): 94-111.
- Huang, Y., Elkinawy, S., & Jain, P. K. (2013). Investor protection and cash holdings: Evidence from US cross-listing. *Journal of Banking & Finance*, 37(3), 937-951.
- Iwan Meier; Yves Bozec & Claude Laurin, (2013),"Financial flexibility and the performance during the recent financial crisis", *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 23 Iss 2 pp. 79 – 96.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 323-329.
- Jensen, M. C., & Smith, C. W. (2000). Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory. *Theory of the Firm*, 1(1).
- Joseph Calandro, Jr., (2015),"Revisiting the concept of a competitive “cash advantage”", *Strategy & Leadership*, Vol. 43 Iss 4 pp. 38 - 46.
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112.
- Keynes, J. M. 1934. *The Applied Theory of Money* 2. Mcmillan and Co.
- Keynes, JM. (1936). *The general theory of employment interest and money*. *The Collected Writing of JM Keynes*, Vol. VII, London, Macmillan.
- Kieschnick, R., M. LaPlante, and R. Moussawi. 2013. Working capital management and shareholder wealth. *Review Finance* 17: 1827-1852.

- Kim Hiang Liow; Muhammad Faishal Ibrahim & Qiong Huang, (2006), "Macroeconomic risk influences on the property stock market", *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 24 Iss 4 pp. 295 – 323.
- Kim, C.-S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of financial and quantitative analysis*, 33(03), 335-359.
- Kim, Y. H., and K. H. Chung. 1990. An integrated evaluation of investment in inventory and credit: A cash flow approach. *Journal of Business Finance and Accounting* 17: 381–390.
- Kusnadi, Y. (2007). Corporate Cash Holdings, Board Structure, and Ownership Concentration: Evidence from Singapore. *Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology, 2003*. 32.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of finance*, 1147-1170.
- Lamont, O. (1997). Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets. *The Journal of Finance*, 52(1), 83-109.
- Lau, J., & Block, J. H. (2012). Corporate cash holdings and their implications on firm value in family and founder firms. *Corporate Ownership and Control*, 9, 309-326.
- Lee, Y. W., and J. D. Stowe. 1993. Product risk, asymmetric information, and trade credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28: 285–300.
- Lind, L., M. Pirttila, S. Viskari, F. Schupp, and T. Karri. 2012. Working capital management in the automotive industry: Financial value analysis. *Journal of Purchasing and Supply Management* 18: 92-100.
- Loncan, TR. & Caldeira, JF.(2014). Capital structure, cash holding and firm value: a study of Brazilian listed firm. *Research Continental Financial*. Sao Paulo, vol. 25, n. 64: 46-59.
- Lundstrum, L. L. (2003). Firm value, information problems and the internal capital market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 21(2), 141-156.
- Luo, Q., & Hachiya, T. (2005). Corporate governance, cash holdings, and firm value: evidence from Japan. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8(04), 613-636.
- Mahrt-Smith, J. (2005). The Interaction of Capital Structure and Ownership Structure\*. *The Journal of Business*, 78(3), 787-816.
- Mamduh M Hanafi & Halim, Abdul. (2009). *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Keempat. UPP STIM YKPN: Yogyakarta.
- Mamduh M Hanafi, (2014). *Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Mamduh M Hanafi, (2014). *Manajemen Risiko*, Edisi Kedua, UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
- Matteo Arena & Brandon Julio. 2011. Litigation Risk, Cash holding and corporate Investment. *Financial Management Association Conference*. Marquite University.
- Miller, Douglas, J. (2004). Firm's Technological Resources and The Performance Effect of Diversification: A Longitudinal Study. *Strategic Management Journal*. 25: 1097-1119.

- Miller, Douglas, J. (2006). Technological Diversity, Related Diversification and Firm Performance. *Strategic Management Journal*. 27: 601-619.
- Miller, M. H., & Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413-435.
- Mohamad, N. E. A. B., and N. B. M. Saad. 2010. Working capital management: The effect of market valuation and profitability in Malaysia. *International Journal of Business and Management* 5 (11): 140–147.
- Moussa, A. A. 2018. The impact of working capital management on firms' performance and value: Evidence from Egypt. *Journal of Asset Management* 19 (4): 259–273.
- Myers, S. C., & Rajan, R. G. (1998). The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733-771.
- Ng, C. K., J. K. Smith, and R. L. Smith. 1999. Evidence on the determinants of credit terms used in interfirm trade. *Journal of Finance* 54: 1109–1129.
- Ogundipe, S. E., A. Idowu, and L.O. Ogundipe. 2012. Working capital management, firms' performance and market valuation in Nigeria. *International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering* 6 (1): 124–128.
- Oler, D., & Waegelien, J. F. (2011). Can long-term performance plans mitigate the negative effects of stock consideration and high cash for acquirers? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(1), 63-86.
- Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson, 1999. The determinant and implication of cash holding. *Journal of Financial Economic*, 52: 3-46.
- Opler, T. C. and S. Titman .1994. Financial distress and corporate performance. *Journal of Finance* 49: 1015-1040.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46. 33.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134.
- Petersen, M., and R. Rajan. 1997. Trade credit: Theories and evidence. *Review of Financial Studies* 10: 661–691.
- Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2002). What is a dollar worth? The market value of cash holdings. *The Market Value of Cash Holdings (October 2002)*.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash? : *National Bureau of Economic Research*.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Qurat-ul-ann Azmat , (2014),"Firm value and optimal cash level: evidence from Pakistan", *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 9 Iss 4 pp. 488 – 504.
- Raheman, A. & Nashr, M. (2007). Working Capital Management and Profitability – Case of Pakistani Firms. *International Review of Business Research Papers*, 3 (2): 275 - 296.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2000). The governance of the new enterprise: *National Bureau of Economic Research*.



- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2001). The influence of the financial revolution on the nature of firms: *National Bureau of Economic Research*.
- Ramanujam, V & Varadarani, P. (1990). Research on Corporate Diversification: A Synthesis. *Strategic Management Journal*, 11, 523-551.
- Rashid Ameer, (2012), "Impact of cash holdings and ownership concentration on firm valuation", *Review of Accounting and Finance*, Vol. 11 Iss 4 pp. 448 – 467.
- Redhwan Ahmed AL-Dhamari; Ku Nor Izah & Ku Ismail , (2014), "An investigation into the effect of surplus free cash flow, corporate governance and firm size on earnings predictability", *International Journal of Accounting and Information Management*, Vol. 22 Iss 2 pp. 118- 133.
- Redhwan Al-Dhamari; Ku Nor Izah & Ku Ismail , (2015), "Cash holdings, political connections, and earnings quality", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 11 Iss 2 pp. 215-231.
- Rosenstein, S. dan JG. Wyatt (1977). Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*. 44 (2): 229-250.
- Ross, A. Stephen, Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey. (2005). *Corporate Finance*. Seventh Edition, Mc Graw-Hill, Boston.
- Rozari, P. E., Y. S. Sudarma, R. Indiatuti, and E. Febrian. 2015. The integrated measuring of working capital management efficiency on financial performance in Indonesia Stock Exchange. *Information Management and Business Review* 7 (3): 26-33.
- Rumelt, Richard. P. (1974). *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard Business School Classic.
- Saddour, K. (2006a). The determinants and the value of cash holdings: evidence from French firms. *Cahier de recherche n*, 6.
- Saddour, K. (2006b). Why do French firms hold cash?
- Santos, Marcelo B.D. Errunza, Vihang R. Miller, & Darius P. (2008). Does Corporate International Diversification Destroy Value? Evidence from Cross-border Mergers and Acquisition. *Journal of Banking & Finance*. 32: 2716-2724.
- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (2000). The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment. *The Journal of Finance*, 55(6), 2537-2564.
- Shin, H., & L. Soenen, (1998). Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability. *Financial Practice and Education*. 8 (2): 37–45.
- Shin, H., and L. Soenen. 1998. Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial Practice Education* 8: 37–45.
- Shleifer, A. & RW. Vishny (1986). Large shareholder and corporate control. *The Journal of Political Economy*: 461-488.
- Shleifer, A. & RW. Vishny (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52: 737-783.
- Shulman, J. M., and R. A. Cox. 1985. An integrative approach to working capital management. *Journal of Cash Management* 5 (6): 64-68.
- Smith, Beaumont, & Begemann, (1997). Measuring Association between Working Capital and Return on Investment, *South African Journal of Business Management*. 28 (1): 73-84.

- Smith, K. 1980. Profitability versus Liquidity Tradeoffs in Working Capital Management, in Readings on the Management of Working Capital. St. Paul, New York: West Publishing Company.
- Steven Byan, Robert Nash & Ajay Patel, 2006. Can the agency cost and debt and equity explain the change in executive compensation during the 1990s?. *Journal of Corporate Finance*, 12: 516-535.
- Suad Husnan, (2011). *Manajemen Keuangan. Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*, Edisi 4. BPFE, Yogyakarta.
- Summers, B., and N. Wilson. 2002. Trade credit terms offered by small firms: Survey evidence and empirical analysis. *Journal of Business Finance and Accounting* 29: 317–335.
- Tae-Nyun Kim , (2014),"The impact of cash holdings and external financing on investment-cash flow sensitivity", *Review of Accounting and Finance*, Vol. 13 Iss 3 pp. 251 – 273.
- Tho Nguyen & Chau Ngo, (2014),"Impacts of the US macroeconomic news on Asian stock markets", *The Journal of Risk Finance*, Vol. 15 Iss 2 pp. 149 – 179.
- Tingting Zhou, (2014). Financial crisis, excess cash holding and corporate investment: based on the perspective of governance and risk perception. *Journal of Chinese Economic*, Vol 2, no. 2, pp.1-20.
- Tong, Z. (2011). Firm diversification and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 741-758.
- Vural, G., A. G. So˘kmen, and E. H. C. Etenak. 2012. Affects of working capital management on firm's performance: Evidence from Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues* 2 (4): 488–495.
- Wang, W. 2002. Liquidity management, operating performance and corporate value: evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management* 12: 159-169.
- Wasiuzzaman, S. 2015. Working capital and firm value in an emerging market. *International Journal of Managerial Finance* 11 (1): 60–79
- Wilner, B. S. 2000. The exploitation of relationship in financial distress: The case of trade credit. *Journal of Finance* 55: 153–178.
- Yahyazadeh, M; Tabari, NAY. & Akbari, MA, (2013). Excess cash holding and future cumulative abnormal return. *World of Science Journal*, vol. 1 (8): 181-191.
- Yueh-Er Ji; Ming-Chang Cheng; Chien-Chi Lee & Yu-Min Lin. (2012). Ownership Structure, Excess Cash Holding, and Corporate Performance. *Global Economy and Finance Journal*, vol.5, no.2, pp:1-25.
- Zhenxu Tong, (2008). Firm diversification and the value of corporate cash holding. *XCI Centre for Finance & Investment*. University of Exeter, United Kingdom.

## Tentang Penulis



**Dr. R. Heru Kristanto HC, M.Si** lahir di Sleman Yogyakarta. Lektor kepala pada FEB UPN Veteran Yogyakarta. Menyelesaikan pendidikan S1 pada Prodi Manajemen FEB UPN Veteran Yogyakarta. Menyelesaikan Pendidikan Master pada Ilmu Manajemen Program M.Si Dan Doktor FEB Universitas Gadjah Mada. Menyelesaikan pendidikan S3 pada Ilmu Manajemen Program M.Si Dan Doktor FEB Universitas Gadjah Mada. Beliau aktif melakukan penelitian baik dari internal UPN

Veteran Yogyakarta maupun eksternal. Penelitian eksternal berasal dari Kopertis Wilayah 5 Yogyakarta, Ristek Dikti, dll. Aktif menulis-publikasi ilmiah diberbagai jurnal ilmiah. Buku yang pernah ditulis, yaitu: *Entrepreneurship. Kewirausahaan Pendekatan Manajemen dan Praktik* (2009). *Studi Literatur Dengan Bibliometrika: Sebuah Pendekatan Mendapatkan Topik Penelitian Menggunakan Aplikasi PoP, Mendeley dan VOSviewer* (2019). *Pengantar Teori dan Studi Empiris Pengelolaan Modal Kerja* (2020).



**Drs. Agung Satmoko, ME** Lahir di Yogyakarta. Lektor pada FEB UPN Veteran Yogyakarta. Menyelesaikan pendidikan S1 pada Prodi Manajemen FEB UPN Veteran Yogyakarta. Menyelesaikan Pendidikan Pascasarjana pada Ilmu Manajemen Program Master FEB Universitas Indonesia Jakarta. Mengampu mata kuliah: *Ekonometrika Untuk Bisnis, Manajemen Keuangan, Manajemen Keuangan Internasional, Manajemen Investasi,*

*Seminar Manajemen Keuangan.* Aktif melakukan penelitian, menulis artikel ilmiah dan pembuatan buku.



**Dra. Sri Isworo Ediningsih, MM** Lahir di Jawa Tengah. Dosen tetap Prodi Manajemen FEB UPN Veteran Yogyakarta. Lektor Kepala pada FEB UPN Veteran Yogyakarta. Menyelesaikan pendidikan S1 pada Prodi Manajemen FEB UPN Veteran Yogyakarta. Menyelesaikan Pendidikan Master of Management pada Program Pascasarjana MM FEB Universitas Diponegoro Jawa Tengah. Mangampu mata kuliah: *Ekonomi Makro, Manajemen Keuangan, Manajemen Keuangan Internasional,*

*Seminar Manajemen Keuangan.* Aktif melakukan penelitian, menulis artikel ilmiah, kegiatan pasar Modal dan pembuatan buku.

ISBN 978-623-7840-01-5

