

MANAJEMEN MODAL KERJA DAN PROFITABILITAS DI BURSA EFEK INDONESIA

Werner R. Murhadi

Universitas Surabaya, email: Werner@staff.ubaya.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh modal kerja terhadap profitabilitas perusahaan di Indonesia. Penelitian ini menggunakan data sekunder perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2011. Sampel yang digunakan meliputi perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ-45 pada periode tersebut. Penelitian menggunakan teknik analisis regresi. Modal kerja diukur melalui siklus konversi kas, *account payable deferral period*, *accounts receivable conversion period*, dan *inventories conversion period*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa siklus konversi kas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas. Komponen dari siklus konversi kas yakni lamanya rata-rata pengumpulan piutang juga tidak mempengaruhi profitabilitas, sedangkan komponen dari siklus konversi kas lainnya yaitu rata-rata lamanya pembayaran utang dan konversi inventory berpengaruh positif signifikan. Dari hasil penelitian diperoleh hasil bahwa kondisi siklus ekonomi bukan menjadi faktor yang memperkuat ataupun memperlemah siklus konversi kas terhadap profit perusahaan dan sector industry tidak mempengaruhi profitabilitas perusahaan.

Kata Kunci: siklus konversi kas, *account payable deferral period*, *accounts receivable conversion period*, dan *inventories conversion period*

ABSTRACT

This study aimed to determine the effect of working capital on the profitability of companies in Indonesia. This study uses secondary data companies listed in Indonesia Stock Exchange the period 2008-2011. The sample used includes companies listed in the LQ-45 index. This Research uses a regression analysis. Working capital is measured through the cash conversion cycle, accounts payable deferral period, accounts receivable conversion period, and inventories conversion period. The results showed that the cash conversion cycle has no significant effect on profitability. Components of the cash conversion cycle is the average collection period is also not affect profitability, while the other components are average payment period and the inventory conversion period is a significant positive effect. The results showed the condition of the economic cycle is not a factor that strengthens or weakens the cash conversion cycle for corporate profit, and industry sector does not affect the profitability of the company.

Keywords: Cash conversion cycle, *account payable deferral period*, *accounts receivable conversion period*, and *inventories conversion period*

PENDAHULUAN

Penelitian mengenai pengaruh struktur modal dan manajemen modal kerja terhadap profitabilitas perusahaan telah menarik perhatian banyak peneliti di berbagai negara. Keputusan yang keliru pada struktur modal akan berdampak pada biaya modal yang tinggi dan kemungkinan terjadinya *financial distress*. Sementara disisi lain, keputusan manajemen modal kerja yang keliru akan berdampak pada kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya dan akhirnya juga akan berdampak pada kemungkinan terjadinya *financial distress*. Penelitian ini akan memfokuskan pada modal kerja.

Menurut Deloof (2003) pengelolaan modal kerja memiliki dampak signifikan pada kinerja keuangan khususnya profitabilitas perusahaan. Deloof (2003) menyatakan bahwa semakin tinggi modal kerja akan membuat perusahaan mampu meningkatkan penjualannya dan menawarkan *trade discount* yang menarik. Namun penggunaan modal kerja dalam jumlah besar harus didanai oleh pendanaan jangka pendek yang besar pula, sehingga berdampak pada probabilitas kebangkrutan yang semakin tinggi (Kieschnick, LaPlante and Moussawi, 2009). Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dapat dikatakan bahwa modal kerja yang tinggi akan berdampak positif berupa peningkatan dalam profitabilitas, namun di sisi lain terlalu banyak modal kerja juga berdampak negative berupa peningkatan pendanaan jangka pendek yang bila tidak dikelola dengan baik akan berdampak pada kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang jatuh tempo. Adanya efek positif dan negative ini akan membuat prediksi hubungan antara modal kerja dan kinerja keuangan tidak berbentuk linear melainkan non-linear (inverted U-shaped). Model non linear antara modal kerja dan kinerja keuangan ini mengikuti model yang dibuat oleh Caballero, Terual; dan Solano (2011).

Lazaridis dan Tryfonidis (2006) meneliti pengaruh manajemen modal kerja terhadap profitabilitas perusahaan dengan menggunakan sampel 131 perusahaan yang terdaftar di *Athena Stock Exchange* periode 2001-2004. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara profitabilitas yang diukur melalui *gross operating profit* dan siklus konversi kas. Sial dan Chaudhry

(2010) melakukan penelitian mengenai pengaruh manajemen modal kerja terhadap profitabilitas perusahaan di Pakistan. Sial dan Chaudhry (2010) menggunakan sampel 100 perusahaan yang terdaftar di Karachi Stock Exchange selama 10 tahun yaitu periode 1999-2008. Variabel modal kerja yang digunakan meliputi *Average collection period*, *Inventory turnover* (dalam hari), *Average payment period* dan *cash conversion cycle (CCC)*. *Current ratio*, *Size* dan *debt ratio* digunakan sebagai variable kontrol. Hasilnya menunjukkan terdapat hubungan negative antara modal kerja dan profitabilitas perusahaan. Hal ini berarti bahwa peningkatan CCC akan mendorong pada penurunan profitabilitas, dan manajer dapat meningkatkan *value* kepada pemegang saham dengan menurunkan CCC pada tingkat yang paling minimum yang mungkin dicapai. Penelitian ini juga memberikan hasil negatif signifikan antara likuiditas dan profitabilitas, pengaruh positif antara ukuran dan profitabilitas, dan pengaruh negatif signifikan antara utang yang digunakan dengan profitabilitas perusahaan.

Penelitian lain dilakukan oleh Enqvist, Graham dan Nikkinen (2012) yang meneliti pengaruh *working capital management* terhadap profitabilitas perusahaan dalam berbagai situasi siklus bisnis yang berbeda di Finlandia. Penelitian menggunakan sampel sebanyak 1.136 tahun obeservasi selama periode 1990-2008. Penelitian ini menggunakan variable dependen profitabilitas yang diukur melalui *return on asset* dan *gross operating income*, dan variable independen *working capital management* diukur melalui *cash conversion cycle*. Penelitian ini juga menggunakan variable control berupa ukuran perusahaan, *current ratio*, pertumbuhan penjualan, *operating income*, dan variable dummy berupa kondisi siklus ekonomi. Hasil penelitian menunjukkan terdapat hubungan negative antara cash conversion cycle dan profitabilitas. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa perusahaan dapat mencapai profitabilitas tinggi dengan mengelola inventory secara efisien dan menurunkan waktu pengumpulan piutang. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa kondisi siklus ekonomi ikut mempengaruhi hubungan *working capital* dan profitabilitas . dalam kondisi ekonomi yang sedang menurun, ditemukan semakin kuatnya pengaruh pengelolaan modal kerja (CCC) yang efisien terhadap profitabilitas perusahaan. Penelitian ini juga menemukan dampak dari pengelolaan inventory yang efisien dan waktu konversi piutang, terhadap peningkatan profitabilitas di masa penurunan ekonomi.

Secara keseluruhan hasil penelitian menunjukkan bahwa investasi dari proses manajemen modal kerja sangat penting bagi profitabilitas perusahaan. Sehingga seharusnya manajemen modal kerja harus dimasukkan dalam proses perencanaan keuangan perusahaan.

Caballero, Terual; dan Solano (2011) melakukan pengujian pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan dengan menggunakan sampel perusahaan Inggris sector non-keuangan. Pada penelitian ini, variable dependen kinerja perusahaan yang diukur melalui Tobin's Q sedangkan variable independen modal kerja menggunakan *Net Trade Cycle* (NTC). Variable control meliputi ukuran perusahaan, utang, pertumbuhan dan ROA. Penelitian ini menggunakan model regresi non-linear *u-shaped* yang mengindikasikan adanya titik optimal dalam investasi modal kerja yang menyeimbangkan antara biaya dan manfaat dalam rangka memaksimalkan kinerja perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan terdapatnya hubungan berbentuk konkaf antara modal kerja kinerja perusahaan, serta modal kerja optimal untuk perusahaan yang memiliki *financial constrained* lebih rendah daripada perusahaan yang *less constrained*.

Manajemen modal kerja merupakan pengelolaan keuangan untuk operasional perusahaan sehari-hari. Mengingat sifatnya yang jangka pendek, maka sering kali pembahasan modal kerja ini luput dari perhatian. Padahal pengelolaan modal kerja yang buruk dapat mengakibatkan perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban yang jatuh tempo, sehingga dapat berdampak pada *financial distress*. Pengelolaan modal kerja memainkan peranan penting dalam kaitannya terhadap *risk-return* suatu perusahaan. Kelebihan modal kerja dalam bentuk aset lancar akan berdampak pada penurunan *return on investment*.

Pengelolaan modal kerja secara efisien memainkan peran penting bagi keseluruhan strategi perusahaan yang bertujuan untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham. Pengelolaan modal kerja berfokus pada adanya lag antara pengeluaran saat membeli bahan baku sampai dengan pengumpulan piutang. Lazimnya perusahaan akan memaksimalkan profit, namun likuiditas juga merupakan factor penting bagi perusahaan. Masalahnya meningkatnya profit dengan mengabaikan likuiditas akan membawa masalah besar bagi perusahaan. Sebaliknya, bila perusahaan hanya memfokuskan pada

likuiditas, dan mengabaikan profitabilitas maka hal ini akan mempengaruhi keberlangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang. Jadi dengan kata lain, profit dan likuiditas harus menjadi focus perusahaan secara bersama-sama, karena mengorbankan salah satunya akan berdampak pada kinerja dan keberlangsungan perusahaan. Perusahaan yang menggunakan strategi pengelolaan modal kerja agresif, akan menggunakan pendanaan jangka pendek sebanyak mungkin karena biayanya yang murah sehingga akan meningkatkan profit perusahaan. Namun penggunaan strategi agresif akan berdampak pada risiko yang tinggi berupa ketidakmampuan untuk memenuhi kewajiban jatuh tempo. Sementara itu perusahaan yang menggunakan strategi konservatif, cenderung untuk menggunakan pendanaan jangka panjang yang berbiaya mahal termasuk untuk mendanai sebagian dari *permanent current asset*, sehingga akan mengurangi profitabilitas. Namun pada perusahaan dengan menggunakan strategi konservatif maka risiko yang dialami akan lebih kecil.

Beberapa penelitian menunjukkan banyak perusahaan menanamkan investasi besar di modal kerja. Alasan perusahaan menanamkan modal kerja dalam jumlah besar adalah karena terbatasnya akses ke sumber pendanaan sehingga perusahaan banyak memegang kas (Chiou et al., 2006 dan D'Mello, Krishnaswami dan Larkin, 2008). Penelitian lain menunjukkan bahwa perusahaan yang *corporate governance* nya rendah akan cenderung memegang kas dalam jumlah kecil untuk menghindari penyalahgunaan (Harford, Mansi, dan Maxwell, 2008).

Pengelolaan modal kerja yang efektif dalam suatu perusahaan dapat dilihat dari indicator siklus konversi kas-nya (CCC) yang dapat dilihat dalam tulisan Deloof (2003), Gill, Biger dan Mathur (2010) dan Enqvist, Graham dan Nikkinen (2012). Perusahaan dengan pengelolaan modal kerja yang efektif dan efisien dapat dilihat dari siklus konversi kasnya yang semakin pendek. Perusahaan dengan siklus konversi kas yang pendek mengindikasikan perusahaan mampu mengumpulkan piutangnya dengan cepat dan membayar supplier lebih lambat namun dengan tetap menjaga kredibilitasnya. Hal ini akan berdampak pada profitabilitas dan likuiditas yang optimal. Deloof (2003), Eljelly (2004), Lazaridis dan Tryfonidis (2006), Hutchison (2007), Raheman, A., and M. Nasr (2007), Sial dan Chaudhry (2010) serta Enqvist, Graham dan Nikkinen (2012) menyatakan terdapat pengaruh negative

antara siklus konversi kas dengan profitabilitas perusahaan. Siklus konversi kas sendiri dapat di breakdown menjadi tiga komponen yaitu *account payable deferral period*, *accounts receivable conversion period*, dan *inventories conversion period*. Perusahaan dapat memperpendek siklus konversi kas dengan cara *mempercepat accounts receivable conversion period* dan *inventories conversion period*, dan secara bersamaan memperlambat *account payable deferral period*. Riset-riset sebelumnya menunjukkan bahwa dengan semakin efisiennya pengelolaan modal kerja yang ditandai dengan semakin pendeknya siklus konversi kas, maka akan semakin meningkatkan profitabilitas perusahaan. Bila perusahaan terlalu lama memegang inventory (atau semakin panjang *inventories conversion period*) dan lama dalam penagihan piutang, akan berdampak pada semakin tingginya siklus konversi kas yang berarti pengelolaan modal kerja perusahaan semakin tidak efisien. Dikatakan tidak efisien, karena dengan semakin lamanya umur inventory dan penagihan piutang maka berarti terdapat *opportunity cost* yang tinggi sehingga akan menurunkan profit suatu perusahaan.

Pengelolaan modal kerja yang efektif dalam suatu perusahaan dapat dilihat dari indikator siklus konversi kas-nya (CCC) yang dapat dilihat dalam tulisan Deloof (2003), Gill, Biger dan Mathur (2010) dan Enqvist, Graham dan Nikkinen (2012). Perusahaan dengan pengelolaan modal kerja yang efektif dan efisien dapat dilihat dari siklus konversi kasnya yang semakin pendek. Perusahaan dengan siklus konversi kas yang pendek mengindikasikan perusahaan mampu mengumpulkan piutangnya dengan cepat dan membayar supplier lebih lambat namun dengan tetap menjaga kredibilitasnya. Hal ini akan berdampak pada profitabilitas dan likuiditas yang optimal. Deloof (2003), Eljelly (2004), Lazaridis dan Tryfonidis (2006), Hutchison (2007), Raheman, A., and M. Nasr (2007), Sial dan Chaudhry (2010) serta Enqvist, Graham dan Nikkinen (2012) menyatakan terdapat pengaruh negative antara siklus konversi kas dengan profitabilitas perusahaan. Siklus konversi kas sendiri dapat di breakdown menjadi tiga komponen yaitu *account payable deferral period*, *accounts receivable conversion period*, dan *inventories conversion period*. Perusahaan dapat memperpendek siklus konversi kas dengan cara *mempercepat accounts receivable conversion period* dan *inventories conversion period*, dan secara bersamaan memperlambat *account payable deferral period*. Riset-riset

sebelumnya menunjukkan bahwa dengan semakin efisiennya pengelolaan modal kerja yang ditandai dengan semakin pendeknya siklus konversi kas, maka akan semakin meningkatkan profitabilitas perusahaan. Bila perusahaan terlalu lama memegang inventory (atau semakin panjang *inventories conversion period*) dan lama dalam penagihan piutang, akan berdampak pada semakin tingginya siklus konversi kas yang berarti pengelolaan modal kerja perusahaan semakin tidak efisien. Dikatakan tidak efisien, karena dengan semakin lamanya umur inventory dan penagihan piutang maka berarti terdapat *opportunity cost* yang tinggi sehingga akan menurunkan profit suatu perusahaan.

Dalam penjelasan manajemen modal kerja di atas telah dijelaskan bahwa siklus konversi kas memiliki tiga komponen utama yaitu *account payable deferral period*, *accounts receivable conversion period*, dan *inventories conversion period*. Perusahaan dapat menurunkan siklus konversi kas dengan mengelola ke tiga komponen tersebut. Maka untuk itu, terhadap ketiga komponen tersebut juga akan dilakukan pengembangan hipotesis mengikut model yang dikembangkan oleh Deloof (2003), Sial dan Chaudhry (2010), serta Enqvist, Graham dan Nikkinen (2012).

Siklus konversi kas dapat diperpendek dengan cara memperpanjang umur pembayaran utang. Namun perlu dicatat, manajemen diharapkan dapat memperlambat pembayaran utang tanpa merusak reputasi dan kredibilitasnya. Dalam arti pelambatan pembayaran utang hanya boleh dilakukan sampai batas maksimum pembayaran utang yang telah diijinkan oleh kreditornya. Dengan memperlambat pembayaran utang maka perusahaan dapat memanfaatkan dana yang ada untuk keperluan lainnya ataupun dapat disimpan dalam investasi jangka pendek yang bersifat likuid sehingga akan mendatangkan pemasukan bagi perusahaan.

Komponen berikutnya yang dapat digunakan untuk memperpendek siklus konversi kas adalah melalui pengelolaan inventory. Inventory dari sudut pandang manajemen keuangan akan mendatangkan biaya bagi perusahaan. Sehingga bila perusahaan terlalu banyak menanamkan investasi dalam bentuk inventory maka akan terdapat *opportunity cost* yang tinggi, dan akan membebani perusahaan. Pengelolaan inventory yang baik adalah dengan mempercepat perputaran inventory dengan memproses lebih cepat mulai dari bahan baku hingga menjadi barang jadi dan barang tersebut

dijual kepasar. Atau dengan kata lain pengelolaan inventory yang efisien adalah dengan memperpendek umur konversi inventory. Semakin pendek umur inventory, maka perusahaan dapat menggunakan dananya untuk investasi lain yang lebih menguntungkan sehingga dapat meningkatkan profitabilitas.

Komponen berikutnya dalam pengelolaan modal kerja adalah melalui percepatan penagihan piutang. Piutang terbentuk sejak perusahaan melakukan penjualan secara kredit. Perusahaan yang menanamkan piutang dalam jumlah besar memiliki risiko berupa *bad debt* (piutang tidak tertagih) dan *opportunity cost*. Untuk itu dalam pemberian piutang perusahaan harus mempertimbangkan kedua hal ini, selain aspek peningkatan penjualan. Pelonggaran syarat kredit hanya dapat dilakukan bila manfaat peningkatan penjualan melebihi biaya *bad debt* dan *opportunity cost*. Namun secara umum, semakin cepat perusahaan mengumpulkan piutangnya maka akan berdampak positif terhadap profitabilitas. Dengan mempercepat pengumpulan piutang maka perusahaan dapat memutar uang yang telah diperolehnya ke berbagai investasi lainnya.

Penelitian ini juga mempertimbangkan kondisi siklus ekonomi sebagai faktor pemoderasi mengikuti model Enqvist, Graham dan Nikkinen (2012). Alasan logis dimasukkannya kondisi siklus ekonomi sebagai pemoderasi adalah bahwa dengan perubahan kondisi siklus ekonomi akan mempengaruhi pola investasi dan pendanaan perusahaan. Pada saat ekonomi dunia mengalami krisis dengan *contagion effect* nya terhadap perusahaan yang ada di Indonesia maka perusahaan membutuhkan likuiditas yang lebih tinggi dibandingkan dengan kondisi non krisis. Korajczyk dan Levy (2003) menyatakan bahwa perusahaan yang *financially constrained* akan bereaksi secara berbeda terhadap ketidakpastian ekonomi daripada perusahaan yang *unconstrained*. Dalam kondisi ekonomi yang memburuk, maka perusahaan akan dihadapi dengan kesulitan dalam memperpendek penagih piutang dan meningkatnya inventory seiring dengan menurunnya penjualan. Sehingga dalam kondisi ekonomi krisis, kebutuhan perusahaan akan modal kerja semakin tinggi (Einarsson dan Marquis, 2001 dan Braun dan Larrain, 2005). Sehingga dengan menggunakan model penelitian Enqvist, Graham dan

Nikkinen (2012) maka dikembangkan hipotesis bahwa dalam kondisi krisis maka kebutuhan modal kerja semakin berdampak signifikan daripada saat non krisis.

Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol berupa ukuran perusahaan, utang perusahaan, dan dummy jenis industri. Ukuran perusahaan diprediksi berpengaruh positif terhadap profitabilitas, dimana dengan ukuran yang semakin besar maka perusahaan akan mencapai skala ekonomis. Penggunaan utang juga diprediksi berdampak positif dengan mempertimbangkan ada *tax saving*. Penelitian ini juga memasukkan dummy sektor mengingat masing-masing sektor (utama, manufaktur dan jasa) memiliki karakteristik beda.

Dari paparan di atas, maka penelitian ini akan menguji pengaruh modal kerja terhadap profitabilitas perusahaan di Indonesia. Investasi modal kerja dalam suatu perusahaan juga dipengaruhi oleh kondisi ekonomi Negara tersebut. Maka dalam penelitian ini, ditambahkan factor kondisi siklus ekonomi, dalam hubungannya dengan investasi modal kerja dan profitabilitas perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2011. Sampel yang digunakan meliputi perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ-45 pada periode tersebut.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah profitabilitas yang diukur melalui *gross profit margin* (GPM) yang diperoleh dari laba kotor operasional perusahaan dibagi dengan sales. Penggunaan gross profit margin berdasarkan pertimbangan bahwa rasio ini mencerminkan laba hasil aktivitas operasional perusahaan tanpa dipengaruhi oleh aktivitas pendanaan. Variabel independennya berupa modal kerja yang diukur melalui siklus konversi kas (CCC), *account payable deferral period* (APP), *accounts receivable conversion period* (ACP), dan *inventories conversion period* (ICP). Operasionalisasi dari masing-masing kompoenen CCC adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
& \text{CCC} = (\text{No. of Days Account Receivable} + \text{Number of Days Inventory}) \\
& \quad - (\text{No. of Days Account Payable}) \dots\dots\dots (1) \\
& \text{Accounts receivable conversion period (ACP)} = (\text{Accounts Receivables/Sales}) \times 365 \dots\dots\dots (2) \\
& \text{Account payable deferral period (APP)} = (\text{Accounts Payables/Cost of Goods Sold}) \times 365 \dots\dots\dots (3) \\
& \text{Inventories conversion period (ICP)} = (\text{Inventory/Cost of Goods Sold}) \times 365 \dots\dots\dots (4)
\end{aligned}$$

Variabel moderasi berupa kondisi siklus ekonomi, dengan menggunakan dummy variabel dimana D1 menunjukkan period krisis ekonomi dunia yang berdampak pada perusahaan di Indonesia (periode 2008-2009) dan D2 periode non krisis (2010-2011). Variabel kontrol yang digunakan meliputi ukuran perusahaan (SZ), utang (DR) dan dummy sektor yaitu D3 untuk sektor utama (industri pertambangan dan pertanian), D4 untuk sektor manufaktur (industri dasar dan bahan kimia, barang konsumsi dan insutri lainnya) dan D5 untuk sektor jasa (industri keuangan-tidak termasuk bank, transportasi, infrastruktur & utilitas, perdagangan, jasa & investasi, real estate & konstruksi bangunan). Dalam penelitian ini digunakan dummy sektor, bukan industri mengingat klasifikasi industri menurut bursa efek Indonesia terdapat sembilan, sehingga untuk menghindari permasalahan dummy trap (Lazaridis dan Tryfonidis, 2006) maka digunakan dummy sektor.

Model yang digunakan berdasarkan pada penelitian Deloof (2003), Lazardis (2005), serta Enqvist, Graham dan Nikkinen (2012).

$$GPM = \beta_0 + \beta_1.CCC + \beta_2.SZ + \beta_3.DR + \beta_4.D1 + \beta_5.D2 + \beta_6.(D1.CCC) + \beta_7.(D2.CCC) + \beta_8.D3 + \beta_9.D4 + \beta_{10}.D5 + u \dots\dots\dots (5)$$

$$GPM = \beta_0 - \beta_1.ACP + \beta_2.SZ + \beta_3.DR + \beta_4.D3 + \beta_5.D4 + \beta_6.D5 + u \dots\dots\dots(6)$$

$$GPM = \beta_0 + \beta_1.APP + \beta_2.SZ + \beta_3.DR + \beta_4.D3 + \beta_5.D4 + \beta_6.D5 + u \dots\dots\dots(7)$$

$$GPM = \beta_0 - \beta_1.ICP + \beta_2.SZ + \beta_3.DR + \beta_4.D3 + \beta_5.D4 + \beta_6.D5 + u \dots\dots\dots(8)$$

Penelitian ini akan dilakukan re-estimasi dengan menggunakan komponen dari siklus konversi kas (persamaan 6, 7 dan 8). Hal ini dilakukan dengan mengubah variabel siklus konversi kas menjadi komponen dari siklus konversi kas untuk menghindari masalah multikolinearitas.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia khususnya tergabung dalam indeks LQ45 dengan mengeluarkan sector keuangan, dan sampel akhir terdiri dari 180 tahun observasi. Statistika deskriptif ditunjukkan dalam tabel 1.

Tabel 1.
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GPM	180	-55.07	81.08	31.9335	16.82829
ACP	180	1.00	924.00	75.3889	105.18122
APP	180	3.00	3418.00	255.1500	396.97333
ICP	180	.00	8244.00	194.7111	692.31925
CCC	180	-3181.00	7791.00	15.0056	804.09834
DR	180	3.00	122.00	47.3833	20.70632
SZ	180	17.29	24.91	21.8041	1.22419
Valid N (listwise)	180				

Dari tabel 1 terlihat bahwa rata-rata *Gross Profit Margin* perusahaan adalah mencapai 32%, dengan *average collection period* mencapai 75 hari, *average payment period* 255 hari dan rata-rata umur inventory mencapai 195 hari. Siklus konversi kas rata-rata yang dicapai perusahaan adalah 15 hari yang mencerminkan efektifitas pengelolaan antara kas masuk dan kas keluar yang relating baik. Komposisi utang terhadap total aset, rata-rata mencapai 48%. Setelah memperhatikan statistik deskriptif, maka dilakukan uji asumsi klasik, dimana model lolos terhadap multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

Tabel 2.
Statistik Inferensial untuk Siklus Konversi Kas terhadap Profit

Variabel Independen	Model 1 CCC tanpa Moderasi		Model 2 CCC Dengan Moderasi (tanpa interaksi)		Model 3 CCC Dengan Moderasi (interaksi)	
	Beta	t	Beta	t	Beta	t
Constanta	35.732	1.482	38.523	1.601	40.352	1.636
CCC	0.001	0.657	0.001	0.780		
SZ	0.445	0.402	0.199	0.179	0.116	0.102
DR	-0.283	-4.388*	-0.268	-4.143*	-0.268	-4.130
D2			3.832	1.585	3.864	1.593
D4	-3.527	-1.069	-3.247	-0.987	-3.221	-0.976
D5	2.076	0.701	1.976	0.670	1.933	.653
D1*CCC					0.001	0.438
D2*CCC					0.002	0.766
F	5.229*		4.815*		4.124*	
Adj. R-Squared	0.106		0.113		0.109	

* Sig pada $\alpha = 5\%$

Pada tabel 2 dilakukan uji statistik inferensial dimana pada model diberikan moderasi berupa kondisi krisis dalam perekonomian dunia. Penggunaan moderasi krisis dunia dengan alasan bahwa kondisi krisis akan mendorong perusahaan untuk mengetatkan pengelolaan kas untuk mengantisipasi dampak krisis yang tidak diharapkan. Untuk mengetahui apakah kondisi krisis dapat berfungsi sebagai faktor moderasi maka dilakukan test pada tabel 2. Pada tabel 2 terdapat, tiga kondisi pengujian dimana model 1 merupakan model tanpa moderasi, model 2 dengan memasukkan moderasi tanpa menginteraksikannya, dan pada model 3 memasukkan moderasi dan menginteraksikannya. Dari tabel 2, dapat dilihat bahwa ketiga model signifikan, namun variable siklus konversi kas, D1 dan D2 tidak signifikan baik pada model 1, 2 dan 3. Dari sini dapat disimpulkan bahwa kondisi siklus ekonomi tidak menjadi factor yang memperkuat ataupun memperlemah siklus konversi kas terhadap profit perusahaan. Sehingga dari tabel 2 yang akan dijadikan dasar analisis adalah pada kolom 1 yaitu model 1 tanpa moderasi.

Dari tabel 2, pada kolom 1 model tanpa moderasi terlihat bahwa factor yang berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas adalah utang perusahaan dengan arah hubungan negatif. Hal ini bermakna bahwa utang yang tinggi akan mendorong beban bunga yang besar serta kemungkinan kebangkrutan yang lebih besar daripada manfaat penghematan pajak, sehingga mengakibatkan profit

perusahaan akan menurun. Pada tabel 1, terlihat bahwa siklus konversi kas secara parsial tidak berpengaruh terhadap profit perusahaan. Hal ini bertentangan dengan hipotesis 1 yang diajukan dengan arah negatif. Hasil tidak signifikan ini juga ditemukan oleh Niresh (2012). Hasil tidak signifikan ini dapat dilihat dari *adjusted r-squared* yang relative kecil (10,6%) yang mengindikasikan bahwa faktor penentu terhadap gross profit margin adalah hal lain diluar model. Hal ini bermakna meskipun perusahaan mampu memperpendek siklus konversi kas, namun ternyata hal ini tidak memberikan pengaruh signifikan pada keuntungan yang diperoleh perusahaan. Dari Model 1 pada tabel 1, terlihat pula jenis industry/sector juga tidak memberikan pengaruh terhadap laba perusahaan.

Selanjutnya pada Tabel 3, disajikan hasil pengolahan dengan mengubah siklus konversi kas menjadi komponen pembentuknya yaitu rata-rata lamanya pengumpulan piutang, pembayaran utang dan umur sediaan. Pada model 6 yang menggunakan rata-rata lamanya pengumpulan piutang ditemukan hasil bahwa yang berpengaruh secara parsial adalah *debt ratio* sedangkan variable rata-rata lamanya pengumpulan piutang, ukuran perusahaan dan jenis industry/sector juga tidak signifikan. Hasil ini konsisten dengan model utama yang menggunakan siklus konversi kas. Penjelasan bahwa utang yang tinggi berpengaruh negative terhadap profitabilitas adalah utang yang tinggi akan mendorong beban bunga yang besar serta kemungkinan kebangkrutan yang lebih besar daripada manfaat penghematan pajak, sehingga mengakibatkan profit perusahaan akan menurun. Rata-rata umur piutang yang mencapai 75 hari, tidak berpengaruh signifikan. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis 4 yang mengharapkan hasil negatif.

Pada model 7, menggunakan rata-rata umur pembayaran utang, diperoleh hasil yang berbeda bila dibandingkan dengan menggunakan siklus konversi kas dan rata-rata umur pengumpulan piutang. Pada model 7, diperoleh hasil rata-rata umur pembayaran utang, *debt ratio* dan jenis industry khususnya pada sector manufaktur memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas. Rata-rata umur pembayaran utang yang mencapai 255 hari atau hampir mendekati setahun, berpengaruh positif terhadap laba. Hal ini sangat logis karena dengan memperlambat pembayaran pada supplier, maka perusahaan bisa menggunakan uangnya untuk keperluan lainnya.

Tabel 3.
Statistik Inferensial Model 6, 7 dan 8

Variabel Independen	Model Pers. 6 ACP		Model Pers. 7 APP		Model Pers. 8 ICP	
	Beta	t	Beta	t	Beta	t
Constanta	28.706	1.172	24.920	1.037	19.616	0.770
ACP	0.017	1.399				
APP			0.008	2.262*		
ICP					0.004	1.866**
SZ	0.749	0.666	1.118	0.993	1.153	0.989
DR	-0.302	-5.030*	-0.353	-5.493*	-0.273	-4.457*
D3			-2.929	-1.035		
D4	-3.271	-1.009	-5.851	-1.712**	-4.225	-1.290
D5	2.024	0.704			1.178	0.401
F	5.580*		6.304*		5.929*	
Adj. R-Squared	0.113		0.129		0.121	

* Sig pada $\alpha = 5\%$

** Sig pada $\alpha = 10\%$

Pada model 8 dengan menggunakan ICP ditemukan bahwa ICP dan utang memiliki pengaruh positif signifikan. Hal ini berarti semakin lamanya waktu konversi inventory, maka berarti semakin lama uang yang tertanam dalam bentuk inventory dan hal ini akan menyebabkan profitabilitas perusahaan naik. Hasil ini bertentangan dengan hipotesis 3 dan terjadi kesalahan tipe 1. Pada model 8 ini variable lain yang berpengaruh signifikan adalah utang, dimana hasil ini konsisten baik pada model utama (CCC), model 6 yang menggunakan ACP dan model 7 yang menggunakan APP.

KESIMPULAN DAN SARAN

Dari pembahasan dapat disimpulkan bahwa kondisi siklus ekonomi bukan menjadi faktor yang memperkuat ataupun memperlemah siklus konversi kas terhadap profit perusahaan. Dari pembahasan juga diketahui bahwa sector industry tidak mempengaruhi profitabilitas perusahaan. Siklus konversi kas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas. Komponen dari siklus konversi kas yakni lamanya rata-rata pengumpulan piutang juga tidak mempengaruhi profitabilitas, sedangkan komponen dari siklus konversi kas lainnya yaitu rata-rata lamanya pembayaran utang dan konversi

inventory berpengaruh positif signifikan. Hal ini bermakna bahwa dengan semakin lamanya rata-rata waktu pembayaran utang maka perusahaan bisa menggunakan dana yang ada untuk pemanfaatan lainnya yang akan mendorong naiknya profitabilitas. Dari ke-empat model yang diolah, ditemukan hasil konsisten pada ke-empat model bahwa utang memiliki pengaruh signifikan negative terhadap profit. Hal ini berarti semakin tinggi utang maka profit akan semakin menurun, dikarenakan beban bunga yang relative besar.

DAFTAR PUSTAKA

- Braun, M. dan B. Larrain. (2005). Finance and the business cycle: International, inter industry evidence. *Journal of Finance* 60 (3), pp. 1097-1128.
- Caballero, S.B., P.J.G. Terual, dan P.M. Solano. (2011). Working Capital Management, Corporate Performance, and Financial Constraint. *Working Papers*. The Research Agency of the Spanish government.
- Chiou, J. R., Cheng L., dan H. W. Wu. (2006). The determinants of working capital management. *Journal of American Academy of Business* 10 (1), Cambridge, pp. 149-155.
- Deloof M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*. V.30 (3) & (4):p.585
- D'Mello, R., S. Krishnaswami, dan P.J. Larkin. (2008). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking and Finance* 32 (7), pp. 1209-1220.
- Einarsson, T., dan M. H. Marquis. (2001). Bank intermediation over the business Cycle. *Journal of Money, Credit and Banking* 33 (4), pp. 876-899.
- Eljelly, A. M. (2004). Liquidity-profitability tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market. *International Journal of Commerce and Management*, 14(2), 48 -61.
- Enqvist J., M Graham dan J. Nikkinen. (2012). The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland. *Working Paper*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1794802>
- Gill, A., N. Bigger, dan N. Mathur. (2010). The relationship between working capital management and profitability: evidence from the United States. *Business and Economics Journal* 10, pp. 1-9.
- Harford, J., S. Mansi, dan W. Maxwell. (2008). Corporate governance and firm cash Holdings. *Journal of Financial Economics* 87 (3), 535-555.

- Hutchison, P. D., Farris II, M. T., dan Anders, S. B. (2007). Cash to cash analysis and Management. *The CPA Journal* 77 (8):pp. 42-47.
- Kieschnick, R., M. LaPlante, dan R. Moussawi. (2009). Working capital Management and Shareholder Wealth. *Working papers*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1431165>
- Korajczyk RA, dan Levy A. (2003). Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics* 68(1), 75–109.
- Lazaridis I, dan D. Tryfonidis. (2006). The Relationship Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in The Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management & Analysis* 19 (1), pp. 26-35.
- Raheman, A., dan Nasr, M. (2007). Working capital management and profitability-case of Pakistani firms. *International Review of Business Research Papers* 3(1), 279-300.
- Sial, M.S., dan A. Chaudhry. (2010). Relationship between Working Capital Management and Firm Profitability Manufacturing Sector of Pakistan. *Working papers*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2105638>