

Fleksibilitas Keuangan Melalui Manajemen Modal Kerja Pada Perusahaan Manufaktur Dalam Kondisi Ketidakpastian

Purwanto

Program Studi Manajemen, STIE Trisna Negara Belitang, Indonesia.

*Email korespondensi: dr.purwanto.mm@gmail.com

Abstract

Changes in the business environment are increasingly dynamic, uncertain and unpredictable. Financial flexibility through working capital management is important for either a survival strategy, adaptive or proactive in taking advantage of opportunities for change. This study aims to examine and analyze the effect of working capital management on company profitability under uncertainty. The research design was carried out in a natural laboratory during the uncertainty period of the 2008 global financial crisis. The study was conducted by comparing working capital management and performance of 106 manufacturing companies based on data from the Indonesia Capital Market Directory around the crisis period (2007-2011). Data analysis used multiple linear regression. The effect of the financial crisis is analyzed through simulation analysis. The results of the study found that the more conservative working capital policy for investment has a positive effect on profitability performance, while the greater the short-term liabilities become an obstacle to profitability performance. However, the effect of working capital policies for financing changed during the crisis period. The proportion of working capital to finance short-term debt has a positive effect on profitability performance in crisis conditions. The results of this study have implications for the role of working capital policies for financial flexibility under conditions of crisis and uncertainty.

Keywords: Financial Flexibility, Working Capital, Uncertainty

Saran sitasi: Purwanto. (2021). Fleksibilitas Keuangan Melalui Manajemen Modal Kerja Pada Perusahaan Manufaktur Dalam Kondisi Ketidakpastian. *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, 21 (2), 529-538. doi:<http://dx.doi.org/10.29040/jap.v21i2.1444>

DOI: <http://dx.doi.org/10.29040/jap.v21i2.1444>

1. PENDAHULUAN

Perubahan lingkungan organisasi semakin dinamis, tidak pasti dan semakin sulit diprediksi (Temouri et al., 2020). Perkembangan teknologi, krisis ekonomi asia tahun 1997-1998, krisis keuangan global tahun 2008, bencana alam, pandemik global yang terjadi di awal tahun 2020, menjadi tantangan bagaimana bisnis bertahan pada kondisi krisis, beradaptasi dan menangkap peluang perubahan (Bernstein et al., 2019; George et al., 2020; Xu et al., 2020). Krisis ekonomi tahun 1997 dan krisis keuangan global tahun 2008 juga terjadi karena perubahan lingkungan organisasi antara ketidakseimbangan menuju keseimbangan baru. Gelembung (*bubble*) harga aset melalui ekspansi kredit atau penyediaan likuiditas oleh bank sentral dianggap berkontribusi terhadap krisis (Miller & Luangaram, 1998; Pérez, 2016; Sornette & Woodard, 2010).

Perubahan lingkungan semakin dinamis, sehingga setiap organisasi perlu mempunyai fleksibilitas terhadap perubahan (Yi, 2020). Fleksibilitas tidak hanya terkait dengan daya tahan (Bancel & Mittoo, 2011), tetapi juga terkait kemampuan adaptif dan memanfaatkan peluang. Perusahaan yang mempunyai fleksibilitas keuangan yang baik akan mampu bertahan dalam masa ekonomi yang sulit serta mampu memanfaatkan peluang investasi yang tidak terduga. Perusahaan yang tidak mampu menghadapi kondisi krisis yang tidak terduga dapat disebabkan kekurangan sumberdaya untuk bertahan. Sumber fleksibilitas perusahaan diantaranya dapat berasal dari manajemen modal kerja (Bancel & Mittoo, 2011).

Manajemen modal kerja mempunyai peran penting untuk untuk memenuhi biaya operasional, pembiayaan dan investasi selama periode krisis. Pada

kondisi krisis, akses keuangan dari pihak eksternal sulit diperoleh karena peningkatan risiko dari ketidakpastian. Organisasi bisnis sering mengandalkan pada sumberdana internal (Pestonji & Wichitsathian, 2019), pinjaman berelasi (Purwanto, 2020), hutang dagang (Carbó-Valverde et al., 2016) pada kondisi krisis dan ketidakpastian. Pada kondisi krisis, perusahaan memerlukan fleksibilitas keuangan yang berasal dari kas, kas di bank, piutang, hutang dagang dan aktiva lancar lainnya. Ketersediaan aktiva lancar seperti memegang kas yang berlebih pada satu sisi memberikan biaya dari aktiva tidak produktif (Ramiah et al., 2014; Tran, 2020). Pada sisi lain, ketersediaan aktiva lancar bermanfaat untuk bertahan dan memanfaatkan peluang pada kondisi krisis. Pada kondisi krisis, bisnis memerlukan sumberdana untuk memenuhi kebutuhan operasional dan bertahan di tengah perubahan. Pada kondisi krisis, bisnis tetap memerlukan dana untuk memenuhi kewajiban jangka pendek dan kewajiban jangka panjang yang jatuh tempo. Fleksibilitas keuangan juga memberikan kemampuan investasi untuk adaptif dan mengungkap peluang perubahan. Pada sisi lain, kewajiban jangka pendek dan jangka panjang yang jatuh tempo sering menghambat fleksibilitas keuangan untuk bertahan, adaptif dan memanfaatkan peluang dari periode krisis (Ferrando et al., 2016; Mura & Marchica, 2010).

Hubungan fleksibilitas keuangan terhadap kemampuan dinamik (Yi, 2020) dan kinerja perusahaan pada periode krisis telah dijelaskan penelitian sebelumnya (Ang & Smedema, 2011; Bancel & Mittoo, 2011; Meier, I., Bozec & Laurin, 2013; Meier et al., 2013). Namun, sedikit studi terkait manajemen modal kerja selama periode krisis (Bancel & Mittoo, 2011). Krisis keuangan global seperti yang terjadi pada Tahun 2008, mempunyai dampak berbeda-beda antar negara, dan antar perusahaan. Studi manajemen modal kerja selama krisis diperlukan karena banyak perusahaan kekurangan likuiditas selama periode krisis. Sebagian besar perusahaan berjuang untuk bertahan hidup pada periode krisis. Sebagian perusahaan tidak hanya dapat mengatasi dengan baik tetapi juga memperkuat posisi kompetitifnya (Fonseka et al., 2013). Pengelolaan modal kerja yang efektif dalam mendukung kegiatan operasional, pembiayaan dan investasi merupakan bagian dari keseluruhan strategi perusahaan untuk meningkatkan kinerja selama krisis.

Kinerja Bisnis dalam Kondisi Ketidakpastian

Lingkungan bisnis selalu mengalami perubahan menuju keseimbangan dan ketidakseimbangan (Allen & Snyder, 2009). Perubahan dapat disebabkan oleh aktivitas manusia seperti kegiatan kewirausahaan melalui inovasi dan teknologi, serta dapat disebabkan oleh diluar kendali manusia seperti bencana alam. Perubahan dapat bersifat positif atau negatif. Perubahan positif mengarah pertumbuhan pasar, kesejahteraan ekonomi dan sosial, serta perbaikan lingkungan. Perubahan negatif mengarah penurunan permintaan pasar, penurunan kesejahteraan ekonomi dan sosial, serta penurunan kualitas lingkungan. Perubahan sosial dan lingkungan juga dapat berdampak pada perubahan ekonomi (Burlea-Schiopoiu & Mihai, 2019). Perubahan dapat berdampak pada semua sektor, namun beberapa perubahan lain hanya berdampak beberapa sektor.

Perubahan lingkungan bisnis terjadi baik dalam beberapa skala kecil atau dalam skala besar. Perubahan dalam skala kecil, seperti air mengalir dapat diprediksi serta dalam rentang kendali perusahaan. Perubahan dalam skala besar, seperti air bah, mempunyai dampak besar, meningkatkan ketidakpastian dan sulit diprediksi. Periode krisis yaitu perubahan menjadi ancaman untuk kelangsungan hidup organisasi. Krisis bentuk kata sifat "kritis" adalah setiap peristiwa yang sedang terjadi (atau diperkirakan) mengarah pada situasi tidak stabil dan berbahaya. Krisis dianggap membawa perubahan negatif dalam urusan keamanan, ekonomi, politik, sosial, atau lingkungan, terutama ketika krisis terjadi tiba-tiba, dengan sedikit atau tanpa peringatan.

Ketidakpastian adalah kondisi yang dihadapi, apabila masa yang akan datang mengandung sejumlah kemungkinan peristiwa yang akan terjadi yang tidak kita ketahui (Inekwe, 2018). Dalam ketidakpastian semua kemungkinan dapat terjadi. Ketidakpastian ditandai kurangnya informasi, dan pengetahuan dalam pengambilan keputusan. Ketidakpastian meliputi (Inekwe, 2018): ketidakpastian lingkungan makro, ketidakpastian persaingan, ketidakpastian pasar, dan ketidakpastian teknologi. Ketidakpastian lingkungan makro meliputi kondisi politik, regulasi, undang-undang, ekonomi dan lingkungan seperti bencana alam. Ketidakpastian persaingan yaitu ketidakmampuan untuk menetapkan intensitas persaingan industri di masa depan, kekuatan relatif pesaing, dan strategi pesaing. Ketidakpastian pasar merupakan kurang informasi dan pengetahuan dalam

dinamika pasar dan pengaruhnya terhadap operasi organisasi, serta kondisi permintaan dan penawaran di industri. Ketidakpastian teknologi yaitu ketidakpastian yang berkaitan dengan perubahan dalam sumberdaya dan kemampuan teknologi industri.

Organisasi beradaptasi dengan perubahan lingkungan melalui berbagai cara (Miles & Snow, 1978). Beberapa organisasi lebih pada strategi bertahan dengan efisiensi internal, sebagian yang lain lebih bersifat rasional dengan meninggalkan cara-cara lama dan mengadopsi cara-cara baru, sebagian yang lain lagi lebih bersifat menunggu dan reaktif, sementara yang lain lagi lebih bersifat proaktif terhadap perubahan (Miles & Snow, 1978). Kinerja bisnis dalam menghadapi kondisi krisis dan ketidakpastian diantaranya diukur dari: keberlanjutan, pertumbuhan, profitabilitas dan kinerja saham. Kinerja profitabilitas diantaranya diukur dari *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE). Kinerja ROA yaitu sejauhmana perusahaan menghasilkan keuntungan melalui sejumlah aset dalam kondisi krisis. Kinerja ROE yaitu sejauhmana perusahaan menghasilkan keuntungan melalui sejumlah modal dalam kondisi krisis.

Fleksibilitas Keuangan melalui Kebijakan Modal kerja

Fleksibilitas keuangan merupakan salah satu faktor kunci yang berdampak pada kemampuan dinamik perusahaan (Yi, 2020). Fleksibilitas keuangan adalah tingkat kapasitas dan kecepatan perusahaan untuk dapat memobilisasi sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Arbogast & Kumar, 2018; Ferrando et al., 2016; Islam et al., 2019). Fleksibilitas keuangan merupakan kemampuan perusahaan untuk merespons secara efektif guncangan tak terduga terhadap arus kas atau peluang investasinya. Fleksibilitas keuangan adalah kapasitas perusahaan untuk memobilisasi sumber daya keuangannya dalam menghadapi berbagai kemungkinan masa depan yang tidak pasti.

Fleksibilitas keuangan merupakan kemampuan perusahaan untuk memanfaatkan peluang tanpa membahayakan posisi perusahaan. Posisi berarti penilaian dari semua jenis risiko yang dihadapi perusahaan. Fleksibilitas dipahami sebagai kemampuan untuk beradaptasi, dan yang kedua sebagai kemampuan perusahaan untuk mengurangi

risiko sambil mempengaruhi lingkungan. Fleksibilitas keuangan merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan arus kas yang cukup untuk mendanai peluang bisnis tanpa membahayakan stabilitas keuangannya. Fleksibilitas keuangan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mendanai pertumbuhan, yaitu kemampuan untuk menyediakan tambahan modal kerja bersih, dan untuk mendanai aset tetap baru, yang juga dapat dipahami dan didefinisikan sebagai kemampuan investasi (Arbogast & Kumar, 2018; Ferrando et al., 2016; Mura & Marchica, 2010).

Sumber fleksibilitas keuangan berasal dari dana internal dan dana eksternal. Ukuran dari fleksibilitas keuangan berbeda-beda antara manajer dan investor. Fleksibilitas keuangan sering diukur dari indikator ketersediaan kas dan leverage (Altaf, 2020; Baños-Caballero et al., 2016). Beberapa manajer menggunakan beberapa sumber untuk fleksibilitas keuangan perusahaan yaitu: modal kerja, leverage, dan rasio operasional (Bancel & Mittoo, 2011). Modal kerja merupakan salah satu sumber dari fleksibilitas keuangan (Bancel & Mittoo, 2011). Namun demikian, beberapa peneliti (Altaf, 2020; Baños-Caballero et al., 2016) memisahkan antara fleksibilitas keuangan dan modal kerja karena keduanya mempunyai terminologi yang berbeda.

Modal kerja merupakan dana yang harus tersedia untuk membiayai kegiatan operasi perusahaan (Kayani et al., 2019). Manajemen modal kerja merupakan pengelolaan aktiva lancar dan hutang lancar (Kayani et al., 2019). Manajemen modal kerja adalah penggunaan komponen modal kerja secara efektif, yang meliputi: pengelolaan kas, manajemen persediaan, manajemen piutang dan pengelolaan hutang dagang (Baños-Caballero et al., 2016). Modal kerja terdiri dari modal kerja permanen dan modal kerja variabel (Yeboah & Agyei, 2012). Modal kerja permanen merupakan proporsi modal kerja yang dipertahankan untuk menopang tingkat penjualan yang tidak dipengaruhi oleh musim sementara modal kerja variabel adalah modal kerja tambahan yang dibutuhkan selama periode fluktuasi penjualan. Modal kerja permanen dibiayai oleh modal jangka panjang sedangkan modal kerja variabel dibiayai oleh modal jangka pendek. Perusahaan memenuhi kebutuhan modal kerja melalui kebijakan agresif, kebijakan konservatif dan kebijakan moderat. Pendekatan moderat membiayai investasi aktiva tetap dan aktiva lancar permanen dengan sumber daya

jangka panjang (hutang jangka panjang dan modal sendiri), dan semua aktiva lancar temporer (musiman) dibiayai dengan hutang jangka pendek. Perusahaan yang mengikuti kebijakan konservatif menyimpan lebih banyak aset lancar dibandingkan kewajiban lancar. Tujuannya adalah untuk mengurangi risiko likuiditas dengan memiliki aset lancar yang cukup untuk memenuhi kewajiban lancar. Sebaliknya, perusahaan menggunakan kebijakan agresif membiayai investasi aktiva tetap dan aktiva lancar permanen dengan menggunakan sumber dana jangka pendek yang proporsinya lebih besar. Strategi ini untuk mendapatkan keuntungan pendanaan hutang jangka pendek yang lebih murah dibandingkan hutang jangka panjang (Yeboah & Agyei, 2012). Manajemen dan pengendalian modal kerja sangat penting bagi kesehatan keuangan perusahaan. Pengelolaan modal kerja yang efisien kondusif untuk menghindari potensi keuangan kesulitan. Manajemen modal kerja yang buruk dapat menyebabkan kesulitan keuangan, yang meningkat kemungkinan kebangkrutan (Kayani et al., 2019).

Pengaruh Modal Kerja terhadap Kinerja pada Kondisi Krisis

Kebijakan investasi dan pembiayaan melalui modal kerja memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas (Morshed, 2020; Pestonji & Wichitsathian, 2019). Kebijakan ini terkait dengan teori keuntungan dan resiko (Morshed, 2020). Kebijakan konservatif akan mengurangi keuntungan dan resiko, sedangkan kebijakan agresif akan berdampak sebaliknya. Manajemen modal kerja melalui kebijakan investasi yang lebih agresif seiring dengan keuntungan dan resiko (Morshed, 2020; Pestonji & Wichitsathian, 2019). Semakin besar investasi dalam aktiva lancar, maka semakin rendah risiko, tetapi juga semakin rendah profitabilitas yang diperoleh.

Suatu perusahaan dapat mengadopsi suatu kebijakan modal kerja melalui manajemen agresif/konservatif atau gabungan keduanya yang terlihat dalam rasio aktiva lancar terhadap total harta/kekayaan atau berupa kebijakan pembiayaan dalam bentuk rasio hutang lancar terhadap total hutang yang tinggi (Kayani et al., 2019). Tingkat aktiva lancar yang berlebihan dapat berpengaruh negatif terhadap pendapatan. Beberapa penelitian menemukan bahwa kebijakan modal kerja yang lebih agresif mempunyai potensi terhadap peningkatan keuntungan tetapi juga berpotensi terhadap

peningkatan risiko yang lebih tinggi sedangkan kebijakan konservatif mempunyai kaitan dengan tingkat keuntungan dan risiko yang lebih rendah (Altaf & Shah, 2019; Morshed, 2020; Pestonji & Wichitsathian, 2019). Meskipun beberapa penelitian menemukan hubungan yang sangat kecil dan tidak signifikan antara pembiayaan yang agresif terhadap *return* dan risiko (Kayani et al., 2019). Altaf & Shah (2018) menguji hubungan antara manajemen modal kerja (WCM) dan profitabilitas perusahaan untuk sampel 437 perusahaan non-keuangan India. Hasil penelitian menemukan model U terbalik yaitu semakin besar modal kerja untuk investasi meningkatkan profitabilitas, namun ketersediaan modal kerja untuk investasi yang berlebih juga menurunkan profitabilitas. Studi di sektor manufaktur Pakistan (Shah et al., 2016) menemukan perusahaan multinasional yang menggunakan kebijakan modal kerja konservatif menghasilkan hasil keuangan yang lebih baik, sedangkan perusahaan domestik lebih cenderung ke arah kebijakan modal kerja yang agresif dan umumnya memiliki hasil keuangan yang lebih buruk.

Hubungan antara kebutuhan modal kerja dan kinerja dapat berubah selama krisis keuangan (Baños-Caballero et al., 2016). Strategi pembiayaan konservatif meningkatkan fleksibilitas keuangan selama krisis. Tingkat kas lebih tinggi untuk perusahaan dengan arus kas yang lebih besar, untuk perusahaan yang memiliki *leverage* yang lebih tinggi dan untuk perusahaan yang memiliki lebih banyak hutang jangka pendek (García-Teruel & Solano, 2007). Sebaliknya, tingkat kas turun seiring dengan penggunaan hutang bank (García-Teruel & Solano, 2007). Studi terhadap 68 perusahaan yang *listed* di Paar Saham Thailand (Pestonji & Wichitsathian, 2019) menunjukkan hubungan positif antara kebijakan investasi modal kerja terhadap profitabilitas. Kebijakan investasi modal kerja juga mempengaruhi nilai pasar melalui profitabilitas sebagai variabel mediator. Namun demikian, terdapat dampak negatif yang signifikan dari kebijakan pembiayaan modal kerja terhadap profitabilitas dan nilai pasar. Secara keseluruhan dapat diimplikasikan bahwa semakin meningkat aktiva lancar meningkatkan profitabilitas dan nilai pasar, namun semakin meningkat kewajiban lancar menurunkan profitabilitas dan nilai pasar (Pestonji & Wichitsathian, 2019).

Perusahaan-perusahaan yang terbatas secara finansial menjadi kedala dalam menghadapi krisis, sedangkan perusahaan yang mempunyai fleksibilitas keuangan berpeluang mempersiapkan diri untuk krisis di masa depan dengan lebih baik (Ang & Smedema, 2011). Tingkat aktiva lancar yang rendah juga dapat memberikan permasalahan terhadap persediaan kas dan likuiditas serta memberikan berbagai kesulitan operasi terutama dalam kondisi krisis (Ramiah et al., 2014). Tingkat kas sebelum krisis yang tinggi tidak berdampak positif pada nilai perusahaan selama krisis, tetapi tingkat hutang sebelum krisis yang tinggi berdampak negatif pada nilai perusahaan selama krisis keuangan (Mura & Marchica, 2010). Namun demikian beberapa penelitian lain (Meier et al., 2013) menemukan bahwa bahwa tingkat kas sebelum krisis yang tinggi tidak berdampak positif pada nilai perusahaan selama krisis. Namun, tingkat hutang sebelum krisis yang tinggi berdampak negatif pada nilai perusahaan selama krisis keuangan. Tingkat fleksibilitas keuangan yang lebih tinggi memungkinkan perusahaan untuk mengurangi dampak negatif guncangan likuiditas terhadap investasi (Ferrando et al., 2016). Fleksibilitas keuangan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi di masa depan (Ferrando et al., 2016). Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1. kebijakan modal kerja untuk investasi berpengaruh positif terhadap kinerja profitabilitas perusahaan manufaktur selama krisis keuangan.

H2. kebijakan modal kerja untuk pembiayaan berpengaruh negatif terhadap kinerja profitabilitas perusahaan manufaktur selama krisis keuangan.

2. METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007-2010 yang telah dipublikasikan dan tersedia di Indonesia Capital Market Directory (ICMD). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007 sampai dengan 2010. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara berturut-turut antara tahun 2007-2009, (2) Perusahaan

memiliki data yang lengkap untuk penelitian selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh jumlah sampel sebanyak 106 perusahaan selama periode 4 tahun, sehingga secara total diperoleh data observasi 416 sampel perusahaan.

Kebijakan modal kerja untuk investasi (TCA/TA_{it}) adalah seberapa besar perusahaan menggunakan modal kerja untuk kebijakan investasi yang tercermin dari perbandingan aktiva lancar terhadap total aktiva. Tingkat agresifitas dalam pengelolaan modal kerja untuk kebijakan investasi menggunakan indikator yang digunakan penelitian sebelumnya (Afza & Nazir, 2007, 2011). Rasio yang semakin rendah menunjukkan pengelolaan modal kerja yang semakin agresif. Kebijakan modal kerja untuk pembiayaan (TCL/TA_{it}) adalah seberapa besar perusahaan menggunakan modal kerja untuk kebijakan pembiayaan yang tercermin dari perbandingan hutang lancar terhadap total aktiva. Tingkat agresifitas dalam pengelolaan modal kerja untuk kebijakan pembiayaan menggunakan indikator yang digunakan penelitian sebelumnya (Afza & Nazir, 2007, 2011). Rasio yang semakin tinggi menunjukkan kebijakan pembiayaan yang semakin agresif. Kinerja profitabilitas (ROA_{it}) diukur dari *return on asset* (ROA) yang merupakan perbandingan laba setelah pajak dengan total asset perusahaan i periode t .

Analisis data penelitian menggunakan analisis regresi linier berganda. Adapun model dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1(TCA/TA_{it}) + \beta_2(TCL/TA_{it}) + \varepsilon \dots (1)$$

Dimana: α = intercept. B =slope, ε = residual. Analisis regresi dengan data panel merupakan analisis regresi yang terdiri dari gabungan data *time series* dengan data *crosssection*, sehingga tidak memerlukan uji normalitas, heterokedastisitas dan autokorelasi. *Goodness of fit* model dilihat dari probabilitas uji Anava $F(\rho)$ dan Koefisien Determinasi (R^2). Jika nilai signifikansi *F-test* (ρ) < 0,05, maka dapat diartikan model fit dengan data, dan sebaliknya. Koefisien Determinasi (R^2) adalah satu dikurangi ratio antara besarnya deviasi nilai Y observasi dari garis regresi dengan besarnya deviasi nilai Y dari rata-ratanya. Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel terikat. Jika nilai signifikansi *t-test* (ρ) < 0,05, maka dapat diartikan ada pengaruh yang signifikan dari variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y) dan sebaliknya.

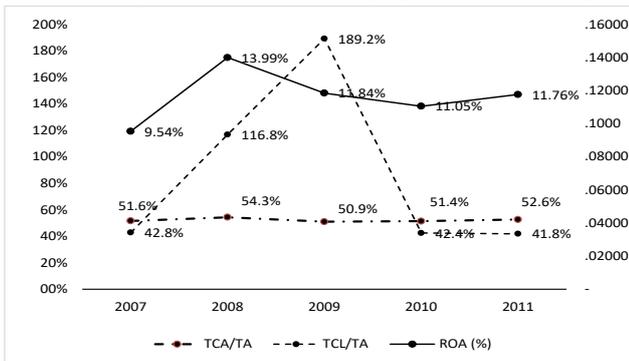
3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1. Hasil Penelitian

Rata-rata proporsi aktiva lancar terhadap total aktiva (TCA/TA) perusahaan manufaktur pada periode krisis keuangan global tahun 2008 sebesar 54,3%. Hal ini mempunyai arti bahwa rata-rata proporsi aktiva lancar adalah 54,3% dari total aktiva. Sedangkan sisanya sebesar 45,7%, adalah merupakan kekayaan dalam bentuk aktiva tidak lancar. Penurunan rasio TCA/TA tahun 2009 (50,9%) menunjukkan perusahaan semakin mengalami penurunan penggunaan modal kerja untuk pembentukan aktiva tetap pada periode krisis.

Rata-rata proporsi kewajiban lancar terhadap total aktiva (TCL/TA) perusahaan manufaktur sebelum krisis (tahun 2007) sebesar 42,8%, meningkat menjadi 116,8% (tahun 2008) dan meningkat kembali menjadi 189,2% (tahun 2009) pada periode krisis. Rasio TCL/TA yang semakin besar menunjukkan peningkatan hutang jangka pendek untuk pembiayaan yang lebih besar selama periode krisis. Rata-rata rasio TCA/TA menurun setelah krisis yaitu sebesar 42,4% (tahun 2010) dan 41,8% (tahun 2011).

Rata-rata rasio hutang lancar terhadap total aktiva (TCL/TA) perusahaan manufaktur pada periode krisis keuangan global tahun 2008 sebesar 37,3%. Hal ini mempunyai arti bahwa rata-rata jumlah hutang lancar dalam bentuk hutang jangka pendek perusahaan manufaktur pada periode krisis adalah sebesar 37,3%, yaitu dalam bentuk seperti hutang usaha, pendapatan pembayaran dimuka, hutang pajak, hutang jangka panjang jatuh tempo dan hutang lain-lain. Sedangkan sisanya sebesar 62,7% adalah dalam bentuk aktiva bersih tidak terikat (modal sendiri) dan hutang jangka panjang. Rata-rata rasio TCL/TA pada periode krisis 2008 (37,3%) tersebut lebih tinggi dibandingkan periode sebelum krisis (37,2% tahun 2006 dan 32,9% tahun 2009) dan setelah krisis (28,7% tahun 2009).



Gambar 1. Perkembangan Modal kerja dan Kinerja Perusahaan Manufaktur Tahun 2006-2009

Sumber: Diolah dari data ICMD 2007-2011

Kinerja profitabilitas perusahaan manufaktur secara umum mengalami penurunan pada periode setelah krisis (Tahun 2008). Krisis keuangan global yang terjadi pada akhir tahun 2008 tidak banyak mempengaruhi ROA perusahaan manufaktur. Kinerja ROA justru meningkat dari 9,54% (tahun 2007) menjadi 13,99% (tahun 2009). Namun demikian, kinerja ROA mengalami penurunan setelah periode krisis menjadi 11,84% (tahun 2009) dan turun kembali menjadi 11,05 (tahun 2010). Kinerja Roa naik kemabli menjadi 11,76 pada tahun 2011.

Hasil uji korelasi antar variabel penelitian (tabel 1) tidak diketemukan korelasi tinggi antar variabel bebas, sehingga model regresi tidak mempunyai masalah multikolinieritas. Hasil uji ketepatan model (Tabel 2) yaitu melalui uji anava (*F-test*), diperoleh nilai signifikansi (p) < 0,01 pada semua persamaan. Hal ini menunjukkan bahwa model fit dengan data. Model regresi dengan memasukkan data selama lima tahun (tahun 2007-2011) diperoleh nilai koefisien determinasi *adjusted R square* (R^2) yang rendah yaitu sebesar 0,074 (7,4%). koefisien determinasi (R^2) yang rendah menunjukkan pengaruh faktor lain yang besar (92,6%). Model regresi dengan menggunakan simulasi data per tahun diperoleh peningkatan nilai koefisien determinasi (R^2) antara 0.163 (16,3%) sampai 0.997 (99,7%).

Tabel 1. Matrik Korelasi Antar Variabel

| | | Correlations | | |
|------|----------------------------|--------------|-------|------|
| | | ROA | TCAR | TCLR |
| ROA | <i>Pearson Correlation</i> | 1 | | |
| | <i>Sig. (2-tailed)</i> | | | |
| | <i>N</i> | 530 | | |
| TCAR | <i>Pearson Correlation</i> | -0.051 | 1 | |
| | <i>Sig. (2-tailed)</i> | 0.246 | | |
| | <i>N</i> | 530 | 530 | |
| TCLR | <i>Pearson Correlation</i> | *- | | 1 |
| | <i>Sig. (2-tailed)</i> | 0.000 | 0.240 | |
| | <i>N</i> | 530 | 530 | 530 |

Notes: *** $p < 0.001$

Sumber: Diolah dari data ICMD 2007-2011

Tabel 2. Ringkasan Hasil Regresi

| TH | | β | ρ | R^2 | $F(p)$ |
|-----------|------------|-------------|--------|-------|--------|
| 2007-2011 | (Constant) | 45.769 | 0.399 | 0.074 | *** |
| | TCAR | -84.246 | 0.384 | | |
| | TCLR | ***-17.381 | 0.000 | | |
| 2007 | (Constant) | -7.507 | 0.029 | 0.317 | *** |
| | TCAR | ***32.158 | 0.000 | | |
| | TCLR | ***-12.122 | 0.000 | | |
| 2008 | (Constant) | 44.026 | 0.005 | 0.997 | *** |
| | TCAR | *49.879 | 0.067 | | |
| | TCLR | ***-154.617 | 0.000 | | |
| 2009 | (Constant) | -5.576 | 0.114 | 0.991 | *** |
| | TCAR | *20.239 | 0.002 | | |
| | TCLR | ***9.431 | 0.000 | | |
| 2010 | (Constant) | 0.347 | 0.916 | 0.171 | *** |
| | TCAR | ***19.984 | 0.000 | | |
| | TCLR | *-8.607 | 0.003 | | |
| 2011 | (Constant) | -1.977 | 0.466 | 0.163 | *** |
| | TCAR | ***19.142 | 0.000 | | |
| | TCLR | *-4.484 | 0.046 | | |

Notes: *p < 0.05; ***p < 0.001

Sumber: Diolah dari data ICMD 2007-2011

Model regresi dengan memasukkan data selama lima tahun (tahun 2007-2011) ditemukan hasil bahwa kebijakan modal kerja untuk pembiayaan (TCLR) berpengaruh negatif terhadap ROA perusahaan manufaktur ($\beta = -17.381$, $\rho < 0.001$), sedangkan kebijakan modal kerja untuk investasi (TCAR) tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA ($\rho > 0.05$). Model regresi dengan memasukkan data per tahun, ditemukan hasil bahwa secara umum (kecuali tahun 2009) bahwa kebijakan modal kerja untuk investasi (TCAR) berpengaruh positif terhadap ROA perusahaan manufaktur, sedangkan kebijakan modal kerja untuk pembiayaan (TCLR) berpengaruh negatif terhadap ROA perusahaan manufaktur. Model regresi dengan memasukkan data tahun 2009, ditemukan hasil bahwa bahwa kebijakan modal kerja untuk investasi (TCAR) berpengaruh positif terhadap ROA perusahaan manufaktur ($\beta = 20.239$, $\rho < 0.05$), sedangkan kebijakan modal kerja untuk pembiayaan (TCLR) juga berpengaruh positif terhadap ROA perusahaan manufaktur ($\beta = 9.431$, $\rho < 0.001$).

3.2. Pembahasan

Hasil penelitian menemukan bahwa secara umum semakin konservatif kebijakan modal kerja untuk investasi berpengaruh positif terhadap kinerja

profitabilitas baik untuk kondisi sebelum krisis, selama krisis dan sesudah krisis (tabel 2). Hal ini dapat disebabkan lingkungan semakin dinamis. Semakin agresif kebijakan modal kerja untuk investasi semakin berpeluang meningkatkan keuntungan yang lebih tinggi, namun juga seiring dengan risiko yang lebih tinggi (Altaf & Shah, 2019; Morshed, 2020; Pestonji & Wichitsathian, 2019). Semakin konservatif kebijakan modal kerja untuk investasi memberikan fleksibilitas untuk bertahan, adaptif, dan responsif dalam menangkap peluang-peluang baru di tengah perubahan lingkungan. Semakin konservatif kebijakan modal kerja untuk investasi maka akan banyak tersedia aset *liquid* sehingga memberikan fleksibilitas perusahaan untuk menkonfigurasi ulang sumberdaya dalam menangkap peluang perubahan lingkungan seperti: pasar, teknologi, pesaing. Fleksibilitas keuangan meningkatkan kemampuan untuk menangkap peluang investasi di masa depan (Ferrando et al., 2016).

Hasil penelitian juga menemukan bahwa secara umum (kecuali tahun 2009) semakin agresif kebijakan modal kerja untuk pembiayaan berpengaruh negatif terhadap kinerja profitabilitas (tabel 2). Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya (Pestonji & Wichitsathian, 2019) yang menemukan bahwa semakin meningkat kewajiban lancar menurunkan profitabilitas dan nilai pasar. Hasil ini disebabkan karena semakin tinggi proporsi modal kerja untuk pembiayaan kewajiban jangka pendek dapat menghambat operasional dan peluang-peluang investasi (seperti: pasar baru, inovasi, adopsi teknologi, pasar saham), sehingga berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Kondisi sebaliknya dalam hal ini strategi pembiayaan konservatif meningkatkan peluang profitabilitas melalui fleksibilitas keuangan.

Hasil penelitian ini menemukan hasil berbeda pada model regresi untuk data tahun 2009 *post* krisis (tabel 2). Semakin agresif kebijakan modal kerja untuk pembiayaan justru berpengaruh positif terhadap kinerja profitabilitas pada periode krisis. Krisis keuangan global terjadi pada akhir tahun 2008, sehingga dampaknya lebih besar pada tahun 2009. Pada kondisi krisis, risiko dari ketidakpastian meningkat. Aktivitas investasi meningkatkan risiko dari ketidakpastian karena tidak tersedia informasi yang cukup untuk memperkirakan dampak investasi. Pada kondisi krisis, hutang jangka pendek meningkat seperti melalui: hutang lembaga keuangan, hutang

dagang, pinjaman berelasi. Hutang jangka pendek memberikan dukungan persediaan kas dan likuiditas serta memberikan dukungan operasional perusahaan (Ramiah et al., 2014). Peningkatan hutang digunakan untuk bertahan dan keberlanjutan operasional pada proyek-proyek investasi dengan risiko rendah. Argumen ini dapat menyebabkan peningkatan hutang dan kewajiban jangka pendek meningkatkan probabilitas.

4. KESIMPULAN

Pada kondisi krisis, kebijakan modal kerja untuk investasi dan pembiayaan berpengaruh positif terhadap kinerja profitabilitas. Kebijakan modal kerja untuk investasi yang konservatif yaitu diukur dari TCAR yang lebih tinggi diiringi dengan profitabilitas yang diukur dari ROA yang lebih tinggi. Kebijakan modal kerja untuk investasi dan pembiayaan memberikan aset lancar dan hutang lancar untuk dukungan fleksibilitas perusahaan untuk bertahan, beradaptasi dan menangkap peluang pada kondisi krisis.

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan. Pertama, penelitian ini terbatas membahas dinamika lingkungan pada kondisi krisis, dimana pertumbuhan negatif terjadi pada banyak perusahaan. Studi lain diperlukan juga untuk mengamati dinamika lingkungan pada kondisi dimana perubahan lingkungan memerlukan fleksibilitas keuangan untuk peluang pertumbuhan. Kedua, dampak krisis keuangan dapat berbeda-beda antar perusahaan, sehingga penting untuk memisahkan perusahaan yang tidak signifikan terdampak krisis, terdampak negatif dari krisis namun dapat mengalami pertumbuhan kembali, serta terdampak negatif dari krisis dan mengalami risiko kebangkrutan. Studi lain diperlukan untuk memahami bagaimana fleksibilitas keuangan digunakan untuk bertahan, beradaptasi dan menangkap peluang krisis dari tiga kelompok tersebut. Ketiga, penelitian dilakukan pada periode lima tahun yaitu dua tahun sebelum krisis (2007-2008), dan tiga tahun selama dan sesudah krisis (2007-2011). Dampak krisis berbeda-beda antar perusahaan dan sering tidak terjadi dalam beberapa tahun. Penelitian selanjutnya dapat menambah rentang data penelitian untuk memahami dengan baik periode pemulihan krisis.

5. REFERENSI

- Afza, T., & Nazir, M. S. (2007). Is it better to be aggressive or conservative in managing working Capital. *Journal of Quality and Technology Management*, 3(2), 11–21.
- Afza, T., & Nazir, M. S. (2011). Working capital management efficiency of cement sector of Pakistan. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 2(5), 223–235.
- Allen, R. E., & Snyder, D. (2009). New thinking on the financial crisis. *Critical Perspectives on International Business*, 5(1/2), 36–55. <https://doi.org/10.1108/17422040910938677>
- Altaf, N. (2020). Working Capital Financing, Firm Performance and Financial Flexibility: Evidence from Indian Hospitality Firms. *Global Business Review*, 1–12. <https://doi.org/10.1177/0972150920961371>
- Altaf, N., & Shah, F. (2019). Working capital financing, firm performance and financial constraints: Empirical evidence from India. *International Journal of Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2018-0036>
- Ang, J., & Smedema, R. (2011). Financial Flexibility: Do Firms Prepare for Recession. *Journal of Corporate Finance*, 17, 774–787. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.02.001>
- Arbogast, S., & Kumar, P. (2018). Financial Flexibility and Opportunity Capture: Bridging the Gap between Finance and Strategy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 30(1), 23–29. <https://doi.org/10.1111/jacf.12274>
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2011). Financial flexibility and the impact of the global financial crisis: Evidence from France. *International Journal of Managerial Finance*, 7(2), 179–216. <https://doi.org/10.1108/17439131111122157>
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P., & Solano, P. (2016). Financing of working capital requirement, financial flexibility and SME performance. *Journal of Business Economics and Management*, 17(6), 1189–1204. <https://doi.org/10.3846/16111699.2015.1081272>
- Bernstein, A., Gustafson, M. T., & Lewis, R. (2019). Disaster on the horizon: The price effect of sea level rise. *Journal of Financial Economics*, 134(2), 253–272. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.03.013>

- Burlea-Schiopoiu, A., & Mihai, L. (2019). An Integrated Framework on the Sustainability of SMEs. *Sustainability*, 11, 6026. <https://doi.org/10.3390/su11216026>.
- Carbó-Valverde, S., Rodríguez-Fernández, F., & Udell, G. F. (2016). Trade Credit, the Financial Crisis, and SME Access to Finance. *Journal of Money, Credit and Banking*, 28(1), 113–143. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12292>
- Ferrando, A., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2016). Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK: Financial Flexibility and Investment Ability. *European Financial Management*, 9999(9999), 1–40. <https://doi.org/10.1111/eufm.12091>
- Fonseka, M. M., Tian, G. -l., & Li, L. -c. (2013). Impact of financial capability on firms' competitiveness and sustainability: Evidence from highly regulated Chinese market. *Chinese Management Studies*, 8(4), 593–623. <https://doi.org/10.1108/CMS-09-2011-0066>
- García-Teruel, P., & Solano, P. (2007). On the Determinants of SMEs Cash Holding: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1/2), 127–149. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02022.x>
- George, G., Merrill, R., & Schillebeeckx, S. (2020). Digital Sustainability and Entrepreneurship: How Digital Innovations Are Helping Tackle Climate Change and Sustainable Development. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 0(00), 1–28. <https://doi.org/10.1177/1042258719899425>
- Inekwe, J. (2018). The exploration of economic crises: parameter uncertainty and predictive ability. *Scottish Journal of Political Economy*. <https://doi.org/10.1111/sjpe.12199>
- Islam, M., Wang, M., & Dewri, L. (2019). Financial Flexibility - A Synthesis of Literature Review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 9, 245. <https://doi.org/10.5296/ijaf.v9i1.13195>
- Kayani, U. N., De Silva, T.-A., & Gan, C. (2019). A systematic literature review on working capital management – an identification of new avenues. *Qualitative Research in Financial Markets*, 11(3), 352–366. <https://doi.org/10.1108/QRFM-05-2018-0062>
- Meier, I., Bozec, Y., & Laurin, C. (2013). Financial flexibility and the performance during the recent financial crisis. *International Journal of Commerce and Management*, 23(2), 79–96. <https://doi.org/10.1108/10569211311324894>
- Meier, I., Bozec, Y., & Laurin, C. (2013). Financial flexibility and the performance during the recent financial crisis. *International Journal of Commerce and Management*, 23(2), 79–96. <https://doi.org/10.1108/10569211311324894>
- Miles, R. E., & Snow, C. C. (1978). *Organization Strategy, Structure, and Process* (Internatio). McGraw-Hill Kogakusha, Ltd.
- Miller, M. H., & Luangaram, P. (1998). Financial Crisis in East Asia: Bank Runs, Asset Bubbles and Antidotes. *CSGR Working Paper*, 11(98). <https://doi.org/10.2139/ssrn.146965>
- Morshed, A. (2020). Role of working capital management in profitability considering the connection between accounting and finance. *Journal of Accounting Research*, 5(2), 257–267. <https://doi.org/10.1108/AJAR-04-2020-0023>
- Mura, R., & Marchica, M.-T. (2010). Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity. *Financial Management*, 39, 1339–1365. <https://doi.org/10.2139/ssrn.891562>
- Pérez, R. (2016). Analysis of the Financial Crisis, or Crisis in Financial Analysis? *Finance Reconsidered: New Perspectives for a Responsible and Sustainable Finance (Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability)* Emerald Group Publishing Limited, 10, 111–141. <https://doi.org/10.1108/S2043-905920160000010025>
- Pestonji, C., & Wichitsathian, S. (2019). The Impacts of Working Capital Policy on Firms' Performances: An Empirical Study on Thai Listed Companies in Production Sector. *Asia-Pacific Contemporary Finance and Development (International Symposia in Economic Theory and Econometrics)*, 26, 39–51. <https://doi.org/10.1108/S1571-038620190000026003>
- Purwanto. (2020). Related Loan on Real Estate Firm Performance in an Emerging Market. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10). <https://doi.org/forcoming>

- Ramiah, V., Zhao, Y., & Moosa, I. (2014). Working capital management during the global financial crisis: the Australian experience. *Qualitative Research in Financial Markets*, 6(3), 332 – 351.
- Shah, S., Hasnu, S., & Butt, S. (2016). The Impact of Working Capital Policy on Financial Performance of Manufacturing Companies in Developing Countries: A Comparative Analysis of Domestic and Multinational Firms. *Abasyn Journal of Social Sciences*, 9, 189–200.
- Sornette, D., & Woodard, R. (2010). Financial Bubbles, Real Estate Bubbles, Derivative Bubbles, and the Financial and Economic Crisis. *ETH Zurich, Chair of Systems Design, Working Papers*. https://doi.org/10.1007/978-4-431-53853-0_6.
- Temouri, Y., Shen, K., & Pereira, Vijay & Xie, X. (2020). How do emerging market SMEs utilize resources in the face of environmental uncertainty? *BRQ Business Research Quarterly*, 23, 1–12. <https://doi.org/10.1177/2340944420929706>
- Tran, Q. . (2020). Uncertainty avoidance culture, cash holdings and financial crisis. *Multinational Business Review*. <https://doi.org/10.1108/MBR-09-2019-0117>
- Xu, C., Luo, X., Yu, C., & Cao, S.-J. (2020). The 2019-nCoV epidemic control strategies and future challenges of building healthy smart cities. *Indoor and Built Environment*, 29, 1–6. <https://doi.org/10.1177/1420326X20910408>.
- Yeboah, B., & Agyei, K. (2012). Working Capital Management and Cash Holdings of Banks in Ghana. *European Journal of Business and Management*, 4(13), 2222–2839. <https://doi.org/10.1.1.734.9710&rep=rep1&type=pdf>
- Yi, J. (2020). Financial flexibility, dynamic capabilities, and the performance of manufacturing enterprises. *Journal of Research in Emerging Markets*, 2, 19–33. <https://doi.org/10.30585/jrems.v2i2.465>