

BAB IV

Analisa dan Pembahasan Penelitian

Bab ini memuat analisa hasil penelitian yang diperoleh sesuai dengan metodologi penelitian yang sudah dijelaskan pada bab sebelumnya. Analisa hasil akan diikuti dengan pembahasan sehingga diharapkan hasil penelitian dapat dimengerti sepenuhnya dan tujuan penelitian dapat dicapai. Untuk memudahkan dalam penulisan, maka terdapat beberapa hasil penelitian yang dilampirkan sebagai penjelasan lebih lanjut terkait dengan analisa tertentu.

4.1 Sampel dan Data Penelitian

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2003 - 2006. Adapun terdapat sejumlah perusahaan manufaktur yang tidak diikutsertakan karena ketidaktersediaan data. Pada akhirnya terdapat 132 perusahaan sebagai sampel penelitian. Sejumlah perusahaan tersebut terdiri dari 19 sub sektor industri manufaktur terkecuali sektor permesinan. Daftar perusahaan sampel secara lengkap dapat dilihat pada Lampiran 1.

Metode pengumpulan data yang dilakukan adalah studi literatur, dimana data yang digunakan berasal dari laporan keuangan tahunan (LKT) perusahaan yang telah diaudit dan harga saham tahunan perusahaan. Adapun LKT didapatkan dari website BEI, sedangkan harga saham diperoleh dari website *yahoo finance*. Selain data harga saham, keseluruhan variabel yang diperlukan dalam penelitian ini diperoleh dari LKT dan dihitung lebih lanjut untuk mendapatkan suatu variabel tertentu. Dengan demikian, jenis data yang diperoleh adalah data kuantitatif (parametrik).

Dari tabel 4-1 dapat dilihat statistik deskriptif untuk data penelitian yang akan digunakan. Nilai rata-rata untuk *current ratio* (CR) adalah 2.06, *quick ratio* (QR) 1.28, *cash conversion cycle* (CCC) 101.65, *receivables conversion period* (RCP) 63.02, *inventory conversion period* (ICP) 94.49, *payables deferral period* (PDP) 55.85. Nilai tengah (*median*) berturut-turut untuk keenam variabel tersebut di atas adalah 1.44, 0.84, 87.74, 51.86, 81.10, dan 40.28 serta besarnya standar deviasi atau penyimpangan baku data yaitu 2.50, 1.66, 111.49, 62.96, 58.22, dan 71.94.

4-1. Statistik Deskriptif Data Penelitian

	CR	QR	CCC	RCP	ICP	PDP
mean	2.06	1.28	101.65	63.02	94.49	55.85
median	1.44	0.84	87.74	51.86	81.10	40.28
std.dev	2.50	1.66	111.49	62.96	58.22	71.94
minimum	0.03	0.01	-869.88	1.51	2.90	1.12
maximum	34.35	25.32	1029.93	829.65	453.87	1032.10
N	528	528	528	528	528	528

Sementara itu, untuk nilai terendah (*minimum*) keenam variabel berturut-turut yakni 0.03, 0.01, -869.88, 1.51, 2.90, 1.12 dan nilai tertinggi (*maksimum*) 34.45, 25.32, 1029.93, 829.65, 453.87, 1032.10. Nilai negatif CCC dapat terjadi ketika komponen PDP menjadi terbesar di antara RCP dan ICP. Hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan membutuhkan perputaran hutang usaha yang relatif lebih lama dan tidak diseimbangkan dengan pengelolaan di persediaan dan piutang usaha yang baik. Pada penelitian ini terdapat CCC negatif sebanyak 5.5% dari jumlah observasi. Kesemua variabel di atas memiliki jumlah observasi (N) sebanyak 528 buah, terdiri dari 132 sampel perusahaan selama kurun waktu empat tahun (periode 2003 – 2006).

4.2 Analisa dan Pembahasan Penelitian

Keempat hasil penelitian akan dibahas pada bagian ini satu-persatu agar memudahkan dalam penulisan. Terdapat beberapa bagian hasil penelitian pada lampiran yang dapat dilihat sebagai tambahan informasi, seperti *output software* yang sebenarnya dimana pada penulisan *output* tersebut disederhanakan untuk kemudahan dalam membaca.

4.2.1 Pembahasan Penelitian Pertama

Seperti yang telah diketahui bersama bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data parametrik, namun tidak semua variabel terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat dari hasil Kolmogorof-Smirnov (KS) pada Lampiran 2. Oleh karenanya, untuk memenuhi tujuan penelitian yang pertama digunakan uji *Spearman correlations*.

4-2. Spearman Correlations CCC dengan Current-Quick Ratio

	CR	QR
CCC Correlation Coefficient	0.324**	0.164**
Sig. (1-tailed)	0.000	0.000
N	528	528
Korelasi signifikan pada tingkat 0.01 (1-tailed)		
**		

Hasil uji Spearman menunjukkan bahwa CCC berkorelasi linear positif yang signifikan terhadap CR dan QR. Kedua hal tersebut sejalan dengan penelitian Richard-Laughin (1980) dan Moss-Stine (1993) yang menyatakan bahwa hubungan antara CCC dan CR-QR adalah positif. Menurut penelitian mereka, korelasi tersebut seharusnya adalah positif karena CR dan QR menunjukkan besarnya investasi untuk periode yang lebih lama pada *cash* dan *non-cash*, sehingga pada akhirnya membutuhkan perputaran CCC yang lebih lama. Tingginya rasio CR dan QR merupakan indikator akan posisi likuiditas yang baik, namun likuiditas yang meningkat (karena besarnya investasi pada modal kerja) dapat

menjadi potensi masalah likuiditas di masa mendatang karena perusahaan membutuhkan waktu yang lebih lama dalam pengelolaan kasnya.

Adapun kekuatan korelasi positif terbesar terjadi antara CCC dan CR (0.324) daripada dengan QR (0.164). Hal ini dapat dilihat pada besarnya koefisien yang dihasilkan pada hasil pengujian Spearman di atas. Kekuatan hubungan tersebut dapat dikarenakan CR dan CCC mengikutsertakan komponen persediaan dalam analisa likuiditas. Sementara, sesuai dengan persamaan QR, persediaan dikeluarkan dari harta lancar dengan tujuan untuk mendapatkan likuiditas yang lebih mencerminkan situasi sebenarnya. *Output* pengujian kedua hubungan dapat dilihat pada Lampiran 3a.

Hasil uji korelasi antara CCC dengan komponennya (*receivables conversion period* RCP, *inventory conversion period* ICP, *payables deferral period* PDP) memperlihatkan korelasi linear positif yang signifikan antara CCC dengan RCP-ICP dan korelasi linear negatif yang signifikan antara CCC dengan PDP (Lampiran 3b). Berdasarkan konsep CCC yang telah dijelaskan, memang ketiga korelasi tersebut yang diharapkan terjadi. Korelasi CCC dengan RCP dan ICP adalah positif karena kedua variabel tersebut merupakan *cash inflow* bagi perusahaan. Sebaliknya, korelasi CCC dengan PDP adalah negatif karena merupakan *cash outflow* bagi perusahaan.

4-3. Spearman Correlations CCC dengan Komponennya

	RCP	ICP	PDP
CCC Correlation Coefficient	0.442**	0.663**	-0.393**
Sig. (1-tailed)	0.000	0.000	0.000
N	528	528	528
** Korelasi signifikan pada tingkat 0.01 (1-tailed)			

Sesuai dengan hasil penelitian, maka data penelitian sepenuhnya sesuai dengan pernyataan Besley-Meyer, 1987 (dalam Lyroudi-Lazaridis, 2000) bahwa urutan kegiatan sebagai input yang terkuat hingga terlemah dalam penghitungan CCC berturut-turut adalah ICP, RCP, dan PDP. Variabel ICP memiliki korelasi positif tertinggi (0.663) bila

dibandingkan dengan RCP (0.442). Hal ini sejalan dengan penelitian Besley-Meyer, yang menunjukkan bahwa aktifitas persediaan merupakan komponen terpenting dalam penghitungan CCC. Dengan demikian, analisa likuiditas dengan menggunakan CCC pada perusahaan manufaktur dapat dikatakan tepat karena dalam siklusnya perusahaan manufaktur selalu terkait dengan jumlah persediaan yang dimilikinya. Sementara itu, lemahnya hubungan kegiatan terkait dengan hutang usaha dengan CCC ditunjukkan oleh koefisien absolut PDP yang kecil (Lampiran 3b).

Secara umum, perusahaan manufaktur memiliki peluang yang lebih besar untuk memiliki CCC negatif bila dibandingkan dengan jenis perusahaan lainnya seperti perusahaan ritel (Gitman, 1991, dalam Lyroudi-Lazaridis, 2000). Hal ini dikarenakan perusahaan manufaktur memiliki jumlah persediaan yang relatif besar dengan tingkat perputaran yang lebih lama serta dan juga karena penjualan berupa kredit. Pada penelitian ini terdapat CCC negatif sebanyak 5.5% dari jumlah observasi. CCC negatif lebih disebabkan karena PDP yang relatif besar bila dibandingkan dengan dua komponen CCC lainnya. Perusahaan tampaknya kesulitan dalam mengelola hutang usaha sehingga terjadi penundaan dalam pembayaran hutang usaha mereka dan melunasinya pada waktu jatuh tempo atau lebih daripada itu.

4.2.2 Pembahasan Penelitian Kedua

Pada penelitian ini, dilakukan pembagian sampel perusahaan menjadi empat kelompok yang sama besar berdasarkan rata-rata harta dan penjualan perusahaan selama periode penelitian. Adapun pembagian kuartil tersebut secara lebih jelas dapat dilihat pada Lampiran 4 dan Lampiran 5.

Dengan menggunakan rata-rata jumlah harta perusahaan, dapat dilihat nilai CCC pada kelompok perusahaan pada kuartil 1 adalah yang terkecil bila dibandingkan dengan kuartil lainnya. Namun, pernyataan Moss-Stine (1993) bahwa perusahaan besar memiliki

perputaran kas yang cepat sehingga mengakibatkan likuiditas lebih tinggi tidak sepenuhnya terjadi. Hal ini dapat dilihat dengan adanya penyimpangan rata-rata nilai CCC. Perbedaan CCC antar kelompok ini signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 5% (Lampiran 6a). Angka CCC pada kuartil 2 mengalami penyimpangan tren dimana nilainya lebih besar dari kuartil 3. Padahal, seharusnya yang terjadi adalah sebaliknya untuk mendukung pernyataan Moss-Stine tersebut. Dapat dilihat bahwa penyebabnya adalah besarnya ICP untuk kuartil 2. Kesulitan dalam mempertahankan aktivitas persediaan ketika harta perusahaan mencapai kuartil kedua dapat menjadi penyebabnya.

4-4. Analisa Likuiditas Berdasarkan Ukuran Perusahaan (Harta)

	Harta avg	CR**	QR**	CCC*	RCP	ICP	PDP
Kuartil 1	8,338,873	1.53	0.96	72.68	44.47	74.84	46.63
Kuartil 2	1,009,183	2.21	1.20	97.59	54.23	103.31	59.95
Kuartil 3	432,416	2.04	1.33	93.60	70.58	90.94	67.93
Kuartil 4	145,200	2.47	1.64	142.74	82.79	108.86	48.90
* Terdapat perbedaan secara statistik pada tingkat 0.05							
** Tidak terdapat perbedaan secara statistik pada tingkat 0.05							

Pada PDP terlihat tren yang meningkat kemudian menurun yaitu pada kelompok perusahaan terakhir. Pada tiga kuartil pertama terdapat kecenderungan kemampuan perusahaan yang semakin baik dalam mengelola hutang usahanya seiring dengan membesarnya perusahaan. Hal ini perlu dilakukan oleh pihak manajemen untuk mengimbangi waktu konversi pada piutang dan persediaan yang semakin cepat. Untuk kuartil 4, perusahaan memiliki kemampuan untuk menekan PDP yang relatif sama dengan kuartil 1, namun tetap memiliki CCC terbesar karena waktu yang dibutuhkan untuk RCP dan ICP jauh lebih lama.

Bila dikaitkan dengan pergerakan CR dan QR, maka tren meningkat seiring dengan semakin kecilnya perusahaan dengan baik digambarkan oleh QR. Nilai CR pada kuartil 3 menurun meskipun pada kuartil berikutnya kembali meningkat. Penyimpangan ini dapat dikaitkan dengan penyimpangan yang terjadi pada ICP, dimana terdapat kesulitan dalam

mengelola persediaan hingga meningkatkan nilai CR. Alasan diperkuat dengan melihat tren QR yang terus meningkat, berarti dengan mengurangi komponen persediaan maka tingkat likuiditas akan lebih mencerminkan situasi yang sebenarnya.

Ketika ukuran perusahaan didasarkan pada rata-rata jumlah penjualan, secara garis besar akan didapatkan analisa likuiditas yang sama. Pembagian kelompok perusahaan ini dapat dilihat pada lampiran. Dengan ukuran perusahaan yang berbeda, ternyata pernyataan Moss-Stine (1993) terbukti. Semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin tinggi tingkat likuiditasnya. Hal ini ditunjukkan dengan semakin kecilnya nilai CCC seiring dengan semakin besarnya perusahaan tanpa adanya penyimpangan yang terjadi seperti pada tabel 4.3. Adapun perbedaan CCC antar kuartil adalah signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 5% (Lampiran 6b).

4-5. Analisa Likuiditas Berdasarkan Ukuran Perusahaan (Penjualan)

	Sales avg	CR**	QR**	CCC*	RCP	ICP	PDP
Kuartil 1	7,221,703	1.79	1.15	73.27	44.31	71.85	42.89
Kuartil 2	983,072	1.82	1.13	81.77	52.05	83.24	53.52
Kuartil 3	389,577	2.49	1.36	115.37	59.66	112.94	57.23
Kuartil 4	126,519	2.14	1.50	136.20	96.05	109.91	69.76
* Terdapat perbedaan secara statistik pada tingkat 0.05							
** Tidak terdapat perbedaan secara statistik pada tingkat 0.05							

Untuk analisa likuiditas lebih lanjut, perputaran kas yang semakin cepat didukung dengan komposisi pengelolaan persediaan, piutang usaha, dan hutang usaha yang sesuai hingga menghasilkan CCC yang lebih baik. Manajemen piutang dan hutang usaha membaik ketika perusahaan semakin besar, begitu pula dengan pengelolaan persediaan yang juga membaik meskipun kembali terdapat penyimpangan ICP pada kuartil 3. Dapat diartikan bahwa terjadi kesulitan dalam pengelolaan persediaan pada kelompok perusahaan tersebut.

Bila dikaitkan dengan pergerakan CR dan QR, maka tren meningkat seiring dengan semakin kecilnya perusahaan digambarkan oleh kedua rasio tersebut. Nilai CR pada kuartil

4 menurun padahal sebelumnya terjadi peningkatan nilai CR. Penyimpangan juga terjadi pada QR yakni pada kuartil 1 dimana nilai QR tidak sesuai dengan tren meningkat untuk ketiga kuartil lainnya. Namun, dengan menganulir kedua penyimpangan tersebut masih dapat dilihat korelasi positif antara CCC dengan CR dan QR.

Secara keseluruhan, pada penelitian kedua ICP menjadi komponen CCC dengan nilai terbesar bila dibandingkan dengan RCP dan PDP. Hal ini dapat dibuktikan secara nyata pada hasil penelitian ini baik berdasarkan harta ataupun penjualan. Alasan pernyataan tersebut berkaitan dengan pernyataan Besley-Meyer dimana aktifitas persediaan merupakan komponen terpenting dalam pengelolaan CCC. Ditambahkan pula bahwa setelah kegiatan persediaan, dua komponen lain yang menjadi input penting bagi CCC berturut-turut adalah aktifitas terkait dengan pengelolaan piutang dan hutang usaha. Namun, untuk nilai RCP dan PDP tidak dapat dibandingkan satu sama lain karena ketidakstabilan diantaranya untuk tiap kuartil: terdapat nilai RCP yang lebih besar dari PDP di satu kuartil dan sebaliknya di kuartil lainnya. Ketidakstabilan tersebut terjadi karena pengelolaan CCC perlu dilakukan dengan memperhatikan ketiga komponennya sekaligus. Hasil data yang demikian sesuai dengan pernyataan Moss-Stine dalam jurnalnya *Cash Conversion Cycle and Firm Size*, bahwa tiap komponen CCC perlu diperhitungkan sekaligus untuk menghasilkan CCC yang stabil, perubahan pada satu komponen saja tidak akan memberikan likuiditas yang berarti pada perusahaan.

4.2.3 Pembahasan Penelitian Ketiga

Untuk mengukur nilai perusahaan dilakukan penghitungan Tobin's Q. Perusahaan sampel dibagi kedalam dua kelompok dengan nilai Tobin's Q > 1 dan Tobin's Q ≤ 1 (Lampiran 7). Pembagian perusahaan perlu kembali dilakukan untuk membedakan perusahaan dengan nilai perusahaan yang tinggi dengan yang rendah. Adapun nilai Tobin's

$Q > 1$ menandakan perusahaan dengan nilai yang tinggi karena nilai pasar yang lebih besar daripada nilai intrinsik perusahaan, dan berlaku juga sebaliknya.

Untuk uji korelasi, perlu kembali dilihat apakah data penelitian terdistribusi secara normal. Dari hasil Kolmogorof-Smirnov (Lampiran 2), data *return on assets* (ROA) dan *return on equity* (ROE) tidak terdistribusi secara normal oleh karenanya uji hubungan dilakukan dengan uji *Spearman correlations*.

4-6. Spearman Correlations CCC-ROA-ROE

		Sampel Total	Tobin's q > 1	Tobin's q ≤ 1
CCC-ROA	Correlation Coefficient	0.149**	0.060	-0.025
	Sig. (1-tailed)	0.128	0.165	0.345
	N	528	264	264
CCC-ROE	Correlation Coefficient	-0.092*	-0.162**	-0.057
	Sig. (1-tailed)	0.017	0.004	0.177
	N	528	264	264
ROA-ROE	Correlation Coefficient	0.615**	0.452**	0.796**
	Sig. (1-tailed)	0.000	0.000	0.000
	N	528	264	264
* Korelasi signifikan pada tingkat 0.05 (1-tailed)				
** Korelasi signifikan pada tingkat 0.01 (1-tailed)				

Dari uji *Spearman* (tabel 4-6), dapat dilihat bahwa untuk keseluruhan sampel terdapat korelasi linear yang tidak signifikan antara CCC dengan ROA, korelasi linear negatif yang signifikan antara CCC dan ROE, dan korelasi linear positif yang signifikan ditunjukkan antara ROA dan ROE. Hal ini tidak sepenuhnya sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yung-Jang Wang (2000) dimana korelasi antara CCC-ROA dan CCC-ROE adalah negatif, korelasi antara ROA-ROE adalah positif. Walaupun demikian, Wang dalam penelitiannya memperlihatkan beberapa industri yang tidak signifikan untuk pengujian CCC-ROA seperti industri elektronika dan tekstil. Korelasi yang tidak signifikan menunjukkan tidak terdapat korelasi yang dapat menjelaskan antara variabel CCC dan

ROA. Hal ini dapat disebabkan karena korelasi tersebut lebih sensitif terhadap faktor industri (Wang, 2001). Sementara itu, korelasi negatif CCC-ROE menunjukkan bahwa perusahaan dengan perputaran kas yang cepat akan menurunkan pengembalian untuk investor. Hal ini dapat disebabkan karena manajemen perusahaan lebih fokus untuk mempertahankan likuiditasnya dan berupaya menstabilkan ketiga komponen CCC. Sedangkan ROA dan ROE berkorelasi positif berkaitan dengan penggunaan *net income* sebagai pembilang dalam penghitungannya.

Namun, ketika perusahaan sampel dibagi menurut nilai Tobin's Q, terdapat beberapa perbedaan pada korelasi yang dihasilkan. Korelasi CCC dengan ROA pada kelompok pertama (Tobin's $Q > 1$) dan kedua (Tobin's $Q \leq 1$) tetap tidak signifikan secara statistik. Hal ini mengukuhkan penelitian di atas bahwa memang tidak terdapat korelasi linear antara CCC-ROA. Sementara itu, korelasi CCC-ROE menjadi tidak signifikan untuk kelompok kedua dan tetap negatif signifikan untuk kelompok pertama dengan tingkat kepercayaan yang berbeda. Korelasi ROA-ROE terlihat tetap positif untuk kedua kelompok tersebut.

Untuk melihat apakah pernyataan Harger, 1976 (dalam Wang, 2001) bahwa perusahaan dengan CCC rendah cenderung dapat memberikan kinerja yang lebih baik sehingga pada akhirnya memiliki nilai perusahaan yang lebih besar, dapat dilihat dengan melakukan penghitungan rata-rata CCC, ROA, dan ROE untuk tiap kelompok Tobin's q.

4-7. Perbandingan antara Kelompok Tobin's Q

	Tobin's $Q > 1$	Tobin's $Q \leq 1$
CCC	92.2563	111.0487
RCP	69.9587	56.0773
ICP	88.7151	100.2586
PDP	66.4175	45.2872
ROA	0.0062	0.0471
ROE	-1.0663	0.0611
sales	1,967,242	2,393,193

Data yang digunakan dalam penelitian ini tidak sepenuhnya mendukung pernyataan Harger (1976). Kelompok perusahaan dengan nilai Tobin's Q yang tinggi memang memiliki perputaran kas yang lebih rendah namun tidak memberikan kinerja operasional yang lebih baik (ditunjukkan dengan nilai penjualan yang lebih rendah untuk kelompok pertama). Besarnya tingkat pengembalian untuk kelompok pertama juga lebih rendah daripada dengan kelompok perusahaan dengan nilai yang lebih kecil. Kedua hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang tinggi lebih disebabkan karena pengelolaan kas perusahaan yang lebih baik (interval nilai diantara komponen CCC relatif kecil), bukan semata-mata disebabkan karena perusahaan dapat memberikan *return* yang relatif tinggi untuk investor. Preferensi investor cenderung berinvestasi untuk jangka waktu yang panjang, yakni dengan memilih perusahaan dengan risiko gagal bayar yang lebih kecil dibandingkan perusahaan dengan tingkat pengembalian tinggi namun rentan akan risiko *default*. Dapat dilihat pada kelompok Tobin's Q > 1, rata-rata penjualan lebih kecil daripada kelompok lainnya yang dapat diartikan perusahaan dengan nilai yang tinggi merupakan perusahaan yang sudah mapan dan berada pada tingkat *maturity* yang ditunjukkan dengan penjualan yang relatif stabil.

Pada tabel 4-6 telah diperlihatkan korelasi yang tidak signifikan antar CCC-ROA dan CCC-ROE untuk kelompok kedua. Hal ini kembali menandakan bahwa nilai perusahaan yang tinggi disebabkan karena perusahaan tersebut memiliki nilai CCC yang rendah sehingga meyakinkan pasar bahwa perusahaan tidak beresiko akan gagal bayar.

4.2.4 Pembahasan Penelitian Keempat

Dalam pengolahan data panel, maka seperti yang telah disebutkan sebelumnya, perlu dilakukan sejumlah pengujian untuk menentukan metode pendekatan yang akan digunakan. Pengujian tersebut secara lengkap dapat dilihat pada lampiran.

Bila dikaitkan dengan *return* saham, perubahan pada variabel CCC sendiri memiliki korelasi positif yang signifikan. Hasil regresi (*random effect*) antara tingkat pengembalian saham dengan CCC dapat dilihat pada tabel 4-8 di bawah.

Hasil yang signifikan terlihat dari probabilitas CCC lebih kecil (0.000) daripada tingkat kepercayaan 5%. Walaupun hasil yang didapat adalah signifikan, model regresi di atas tidak baik dalam menjelaskan keterkaitan *return* saham dengan CCC. Hal ini dapat disebabkan karena penggunaan satu variabel bebas dalam model regresi sehingga menghasilkan nilai *R-squared* yang negatif (-8.325). Penyimpangan yang terjadi dalam sampel penelitian juga relatif besar, ditunjukkan dengan nilai *standard error* (SE) yang besar.

4-8. Regresi CCC – Return Saham

Dependent Variable: DLOG(PRICE?)
 Method: GLS (Variance Components)
 Date: 06/25/08 Time: 01:10
 Sample: 2004 2006
 Included observations: 3
 Number of cross-sections used: 132
 Total panel (balanced) observations: 396

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.462098	2.39E-16	1.94E+15	0.0000
DLOG(CCC?)	4.57E-15	9.06E-16	5.042565	0.0000
GLS Transformed Regression				
R-squared	-8.324866	Mean dependent var	0.462098	
Adjusted R-squared	-8.348533	S.D. dependent var	0.170521	
S.E. of regression	0.521374	Sum squared resid	107.1014	
Durbin-Watson stat	0.179183			

Ketika dilakukan kembali regresi (*random effect*) dengan satu variabel bebas yakni *current ratio* (CR), korelasi positif diperoleh kembali untuk menjelaskan keterkaitannya dengan *return* saham. Hasil regresi dapat dilihat di bawah ini.

4-9. Regresi Current Ratio – Return Saham

Dependent Variable: DLOG(PRICE?)
 Method: GLS (Variance Components)
 Date: 07/01/08 Time: 02:58
 Sample: 2004 2006
 Included observations: 3
 Number of cross-sections used: 132

Total panel (balanced) observations: 396

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.462098	2.39E-16	1.94E+15	0.0000
DLOG(CR?)	4.57E-15	9.06E-16	5.042565	0.0000
GLS Transformed Regression				
R-squared	-8.324866	Mean dependent var	0.462098	
Adjusted R-squared	-8.348533	S.D. dependent var	0.170521	
S.E. of regression	0.521374	Sum squared resid	107.1014	
Durbin-Watson stat	0.179183			

Hasil yang signifikan terlihat dari probabilitas CR lebih kecil (0.000) daripada tingkat kepercayaan 5%. Namun, model regresi di atas kembali tidak baik dalam menjelaskan keterkaitan *return* saham dengan CR. Hal ini dapat disebabkan karena penggunaan satu variabel bebas saja sehingga menghasilkan nilai *R-squared* yang negatif (-8.325). Penyimpangan yang terjadi dalam sampel penelitian juga relatif besar, ditunjukkan dengan nilai SE (0.521) yang besar.

Dari hasil regresi pada tabel 4-8 dan 4-9 tidak dapat dipilih model regresi mana yang lebih baik. Hal ini dikarenakan tidak terdapat perbedaan yang signifikan diantara keduanya. Kedua model tersebut memiliki nilai *R-squared* dan SE sama besar.

Regresi (*random effect*) kembali dilakukan dengan QR sebagai variabel bebas. Hasil yang tidak signifikan terjadi untuk QR dalam menjelaskannya dengan *return* saham.

4-10. Regresi Quick Ratio – Return Saham

Dependent Variable: DLOG(PRICE?)

Method: GLS (Variance Components)

Date: 07/01/08 Time: 03:02

Sample: 2004 2006

Included observations: 3

Number of cross-sections used: 132

Total panel (balanced) observations: 396

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.462098	1.76E-16	2.63E+15	0.0000
DLOG(QR?)	-8.37E-16	6.38E-16	-1.312236	0.1902
GLS Transformed Regression				
R-squared	-5.746370	Mean dependent var	0.462098	
Adjusted R-squared	-5.763493	S.D. dependent var	0.170521	
S.E. of regression	0.443469	Sum squared resid	77.48593	
Durbin-Watson stat	0.247667			

Hasil yang tidak signifikan terlihat dari probabilitas QR lebih besar (0.1902) daripada tingkat kepercayaan 5%. Namun, model regresi di atas juga tidak baik dalam menjelaskan keterkaitan *return* saham dengan QR. Hal ini kembali dapat disebabkan karena penggunaan satu variabel bebas saja sehingga menghasilkan nilai *R-squared* yang negatif (-5.746). Penyimpangan yang terjadi dalam sampel penelitian juga relatif besar, ditunjukkan dengan nilai SE (0.443).

Untuk melihat korelasi rasio likuiditas terhadap *return* saham, berdasarkan hasil regresi di atas maka dapat dilakukan dengan menggunakan rasio CR dan CCC. Walaupun model regresi yang dihasilkan kurang baik dalam menjelaskan hal tersebut, kedua rasio di atas menghasilkan model yang lebih baik daripada penggunaan rasio QR sebagai variabel bebas dalam keterkaitannya dengan *return* saham.

Penggunaan satu variabel bebas dalam model regresi memang kurang dapat menjelaskan keterkaitan dengan variabel terikat. Hal ini memberikan hasil yang tidak signifikan ketika regresi dilakukan pada tiap komponen CCC secara terpisah terhadap *return* saham (terlampir). Secara ringkas, hasil ketiga regresi untuk tiap komponen CCC sebagai variabel bebas dapat dilihat sebagai berikut:

4-11a. Regresi RCP – Return Saham

Dependent Variable: DLOG(PRICE?)

Method: GLS (Variance Components)

Date: 06/25/08 Time: 01:16

Sample: 2004 2006

Included observations: 3

Number of cross-sections used: 125

Total panel (unbalanced) observations: 365

Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.463417	0.003146	147.3152	0.0000
DLOG(RCP?)	-0.017978	0.009482	-1.896116	0.0587
GLS Transformed				
Regression				
R-squared	-0.174262	Mean dependent var		0.463364
Adjusted R-squared	-0.177497	S.D. dependent var		0.170927
S.E. of regression	0.185477	Sum squared resid		12.48784
Durbin-Watson stat	1.400390			

4-11b. Regresi ICP – Return Saham

Dependent Variable: DLOG(PRICE?)
Method: GLS (Variance Components)
Date: 06/25/08 Time: 01:15
Sample: 2004 2006
Included observations: 3
Number of cross-sections used: 132
Total panel (balanced) observations: 396

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.462098	9.18E-17	5.03E+15	0.0000
DLOG(ICP?)	1.84E-17	3.87E-16	0.047492	0.9621
GLS Transformed Regression				
R-squared	-0.844538	Mean dependent var		0.462098
Adjusted R-squared	-0.849219	S.D. dependent var		0.170521
S.E. of regression	0.231885	Sum squared resid		21.18557
Durbin-Watson stat	0.905840			

4-11c. Regresi PDP – Return Saham

Dependent Variable: DLOG(PRICE?)
Method: GLS (Variance Components)
Date: 06/25/08 Time: 01:14
Sample: 2004 2006
Included observations: 3
Number of cross-sections used: 132
Total panel (balanced) observations: 396

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.462098	1.05E-16	4.41E+15	0.0000
DLOG(PDP?)	8.86E-17	5.91E-16	0.150043	0.8808
GLS Transformed Regression				
R-squared	-1.375475	Mean dependent var		0.462098
Adjusted R-squared	-1.381504	S.D. dependent var		0.170521
S.E. of regression	0.263150	Sum squared resid		27.28369
Durbin-Watson stat	0.703378			

Hasil yang tidak signifikan kembali terjadi apabila *single regression* dilakukan sebanyak tiga kali masing-masing dengan variabel bebas RCP, ICP, dan PDP. Secara terpisah, komponen CCC secara terpisah tidak dapat menjelaskan korelasinya dengan *return* saham dengan baik karena nilai *R-squared* yang kembali negatif dengan penyimpangan nilai cukup tinggi. Untuk mendapatkan model regresi yang lebih baik, regresi akan kembali dilakukan dengan ketiga komponen CCC sebagai variabel bebas.

Regresi kemudian dilakukan kembali terhadap ketiga komponen CCC (*random effect*) secara bersamaan dan didapatkan hasil seperti berikut ini:

4-12. Regresi Komponen CCC – Return Saham

Dependent Variable: DLOG(PRICE?)
 Method: GLS (Variance Components)
 Date: 06/25/08 Time: 01:07
 Sample: 2004 2006
 Included observations: 3
 Number of cross-sections used: 125
 Total panel (unbalanced) observations: 365
 Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.462684	0.002946	157.0452	0.0000
DLOG(RCP?)	-0.037861	0.011286	-3.354859	0.0009
DLOG(ICP?)	0.020534	0.012659	1.622035	0.1057
DLOG(PDP?)	0.048365	0.017047	2.837128	0.0048
GLS Transformed Regression				
R-squared	-0.175429	Mean dependent var	0.463364	
Adjusted R-squared	-0.185197	S.D. dependent var	0.170927	
S.E. of regression	0.186083	Sum squared resid	12.50025	
Durbin-Watson stat	1.379128			

Dari tampilan di atas dapat dilihat bahwa dari ketiga komponen CCC, RCP dan PDP memiliki nilai signifikan. RCP memiliki nilai negatif sementara PDP memiliki hubungan positif dengan *return* saham. Perubahan pada ICP tidak dapat menjelaskan korelasinya dengan pengembalian saham. ICP merupakan kegiatan yang terpenting dalam pengelolaan likuiditas dengan CCC. Namun, ketika likuiditas dikaitkan dengan *return* saham, kegiatan tersebut tidak menjadi prioritas utama investor. Mereka memperhitungkan bagaimana manajemen piutang dan hutang usaha perusahaan karena dianggap lebih memberikan gambaran kemampuan perusahaan dalam mengatasi resiko gagal bayar.

Nilai *R-squared* kembali negatif, berarti model regresi belum dapat menjelaskan keterkaitan antara variabel bebas dan terikat dengan baik. Penyimpangan yang terjadi dalam sampel penelitian relatif besar, ditunjukkan dengan nilai SE yang besar walaupun tidak sebesar penyimpangan pada model pertama. Dengan demikian, untuk menjelaskan keterkaitannya dengan *retun* saham, lebih baik digunakan ketiga komponen CCC sekaligus daripada penggunaan rasio likuiditas secara individu sebagai variabel bebas.

BAB V

Penutup

Pada bagian terakhir ini membahas analisa hasil penelitian dengan lebih ringkas dan umum sebagai kesimpulan penelitian. Kesimpulan tersebut lalu diikuti keterbatasan yang terdapat dalam penelitian untuk memberikan kemudahan dalam penggunaan hasil penelitian dan pemahaman akan saran yang diajukan.

5.1 Kesimpulan

Dari hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa korelasi linear positif yang signifikan terjadi antara *cash conversion cycle* (CCC) dan *current ratio* (CR) – *quick ratio* (QR). Hal ini menguatkan kembali pernyataan Richard-Laughlin (1980) dan Moss-Stine (1993) dan membantah penelitian Kamath (1989). CR dan QR menunjukkan besarnya investasi perusahaan pada *cash* dan *non-cash*, sehingga pada akhirnya membutuhkan perputaran CCC yang lebih lama. Tentunya perusahaan ingin memiliki likuiditas yang baik yakni ditunjukkan dengan besarnya rasio CR dan QR. Namun, korelasi positif dengan CCC memberikan gambaran bahwa tingginya kedua rasio tersebut dapat menyebabkan masalah likuiditas di masa mendatang.

Ketiga komponen CCC memiliki korelasi yang sesuai dengan konsep CCC yang dikemukakan oleh Richard-Laughlin (1980), yakni memperlihatkan korelasi linear positif yang signifikan antara CCC dengan *receivables conversion period* (RCP) - *receivables conversion period* (ICP) dan korelasi linear negatif yang signifikan antara CCC dengan

payables deferral period (PDP). Korelasi CCC dengan RCP dan ICP adalah positif karena kedua variabel tersebut merupakan *cash inflow* bagi perusahaan. Sebaliknya, korelasi CCC dengan PDP adalah negatif karena merupakan *cash outflow* bagi perusahaan. Dari uji korelasi tersebut dapat dilihat urutan kegiatan sebagai input yang terkuat hingga terlemah dalam penghitungan CCC berturut-turut adalah ICP, RCP, dan PDP (Besley-Meyer, 1987, dalam Wang, 2001). Variabel ICP memiliki korelasi positif tertinggi (0.663) bila dibandingkan dengan RCP (0.442), sementara itu lemahnya korelasi kegiatan terkait dengan hutang usaha dengan CCC ditunjukkan oleh koefisien absolut PDP yang kecil (0.393).

Secara garis besar, bila analisa likuiditas dengan CCC dilanjutkan dengan membagi besarnya perusahaan maka didapatkan hasil yang relatif sama. Pembagian perusahaan baik berdasarkan rata-rata jumlah harta dan penjualan tidak memberikan perbedaan yang signifikan. Perusahaan besar (kuartil 1) memiliki perputaran kas yang cepat sehingga mengakibatkan likuiditas lebih tinggi (Moss-Stine, 1993) walaupun terdapat penyimpangan pada kuartil 2 dan kuartil 3 yang menunjukkan kesulitan perusahaan dalam mempertahankan pengelolaan ICP ketika perusahaan menjadi lebih besar. Korelasi antara CCC dengan CR-QR dan dengan ketiga komponennya kembali terlihat di penelitian ini.

Seperti yang telah disebutkan sebelumnya bahwa dalam analisa likuiditas dengan CCC, pengelolaan pada persediaan menjadi kegiatan utama, diikuti dengan kegiatan terkait dengan piutang dan hutang usaha. Namun, untuk mendapatkan CCC yang sesuai perlu diupayakan melalui ketiga komponennya sekaligus, perubahan pada satu komponen saja tidak akan memberikan likuiditas yang berarti pada perusahaan. Ketika perusahaan menjadi semakin besar, bukan berarti perputaran kas membaik secara otomatis melainkan disebabkan oleh kemampuan perusahaan yang lebih baik dalam pengelolaan ketiga komponen CCC. Besarnya nilai RCP dan PDP tidak selalu stabil antar kuartil perusahaan

(perusahaan besar belum pasti memiliki pengelolaan RCP dan PDP yang lebih baik bila dibandingkan dengan perusahaan kecil), namun hasil akhir tetap menunjukkan nilai CCC dengan tren yang menurun seiring dengan besarnya perusahaan.

Dari uji korelasi dapat dilihat bahwa untuk keseluruhan sampel terdapat korelasi linear yang tidak signifikan antara CCC dengan ROA, korelasi linear negatif yang signifikan antara CCC dan ROE, dan korelasi linear positif yang signifikan ditunjukkan antara ROA dan ROE. Korelasi yang tidak signifikan menunjukkan tidak terdapat korelasi yang dapat menjelaskan antara variabel CCC dan ROA. Hal ini dapat disebabkan karena korelasi tersebut sensitif terhadap faktor industri (Wang, 2001). Sementara itu, korelasi negatif CCC-ROE menunjukkan bahwa perusahaan dengan perputaran kas yang cepat akan memberikan pengembalian yang lebih rendah untuk investor. Korelasi tersebut dapat disebabkan oleh manajemen perusahaan lebih fokus untuk mempertahankan likuiditas dengan menstabilkan ketiga komponen CCC sehingga memiliki kebijakan untuk mengurangi besarnya *return* untuk diinvestasikan kembali di masa mendatang. Sedangkan, ROA dan ROE berkorelasi positif berkaitan dengan penggunaan *net income* sebagai pembilang dalam penghitungannya.

Kelompok perusahaan dengan nilai perusahaan yang lebih tinggi memang memiliki perputaran kas yang lebih rendah namun tidak memberikan kinerja yang lebih baik (penjualan yang lebih rendah) dan tingkat pengembalian untuk investor yang lebih rendah dibandingkan kelompok perusahaan dengan nilai yang lebih kecil. Dari kedua hal tersebut di atas, dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan yang tinggi lebih disebabkan karena pengelolaan kas perusahaan yang lebih baik (interval nilai diantara komponen CCC relatif kecil), bukan semata-mata disebabkan karena perusahaan dapat memberikan *return* yang relatif tinggi untuk investor. Preferensi investor cenderung berinvestasi untuk jangka waktu yang panjang, yakni dengan memilih perusahaan dengan risiko gagal bayar yang lebih

kecil dibandingkan perusahaan dengan tingkat pengembalian tinggi namun rentan akan risiko *default*. Rata-rata penjualan lebih kecil untuk kelompok perusahaan dengan nilai yang lebih tinggi, hal ini dapat diartikan perusahaan dengan nilai yang tinggi merupakan perusahaan yang sudah mapan dan berada pada tingkat *maturity* yang ditunjukkan dengan penjualan yang relatif stabil.

Bila dikaitkan dengan *return* saham, perubahan pada variabel CCC dan CR sendiri signifikan memiliki korelasi positif secara statistik. Sementara, hasil yang tidak signifikan terjadi untuk QR dalam menjelaskan keterkaitannya dengan *return* saham. Walaupun demikian, ketiga model regresi tersebut tidak baik dalam menjelaskan keterkaitan diantaranya. Hal ini dapat disebabkan karena penggunaan satu variabel bebas dalam model regresi sehingga menghasilkan nilai *R-squared* yang negatif. Penyimpangan yang terjadi dalam sampel penelitian relatif besar, ditunjukkan dengan nilai *standard error* (SE) yang besar.

Hasil yang tidak signifikan kembali terjadi apabila *single regression* dilakukan sebanyak tiga kali masing-masing dengan variabel bebas RCP, ICP, dan PDP. Hal tersebut membuktikan bahwa ketiga komponen CCC secara terpisah kurang dapat menjelaskan korelasinya dengan *return* saham. Namun, ketika regresi dilakukan kembali dengan ketiga komponen CCC sebagai variabel bebas, maka didapatkan hasil yang signifikan untuk RCP dan PDP, sementara hasil tidak signifikan untuk variabel ICP. Perubahan pada ICP tidak dapat menjelaskan korelasinya dengan pengembalian saham, padahal ICP merupakan kegiatan yang terpenting dalam pengelolaan likuiditas dengan CCC. Namun, ketika likuiditas dikaitkan dengan *return* saham, kegiatan tersebut tidak menjadi prioritas utama investor. Mereka lebih memperhitungkan bagaimana manajemen piutang dan hutang usaha perusahaan karena dianggap lebih dapat memberikan gambaran kemampuan perusahaan dalam mengatasi masalah gagal bayar.

Nilai *R-squared* kembali negatif untuk regresi terhadap ketiga komponen CCC dengan penyimpangan relatif besar (ditunjukkan dengan nilai SE yang besar). Namun, kedua nilai tersebut tidak sebesar penyimpangan pada model pertama (ketika hanya menggunakan satu variabel bebas). Dengan demikian, untuk menjelaskan keterkaitannya dengan *return* saham, lebih baik digunakan ketiga komponen CCC sekaligus daripada penggunaan rasio likuiditas secara individu sebagai variabel bebas.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Kesimpulan di atas memiliki beberapa keterbatasan yang terjadi dalam pengolahan data dan intepretasinya. Keterbatasan tersebut yakni aplikasi konsep CCC terbatas pada perusahaan manufaktur yang memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan seperti harga saham penutupan tahunan, publikasi laporan keuangan tahunan, dan memiliki akun piutang serta hutang usaha berturut-turut selama periode penelitian.

Batasan penelitian juga terjadi ketika melihat model regresi yang hanya memasukkan satu variabel bebas. Hal ini memang tidak melanggar model regresi namun hasil regresi akan menjadi lebih baik apabila digunakan beberapa variabel bebas secara bersamaan untuk membandingkan korelasi CCC dengan rasio keuangan yang lain terhadap *return* saham.

5.3 Saran

Dari hasil penelitian dan kesimpulan yang diperoleh maka saran yang dapat diajukan adalah analisa likuiditas sebaiknya memperhitungkan *current ratio* (CR), *quick ratio* (QR), dan CCC secara bersama-sama. Hal ini disebabkan CCC dapat memperjelas kedua rasio *static view* tersebut dengan memperlihatkan waktu yang dibutuhkan dalam pengelolaan ketiga komponen CCC. Oleh karenanya, analisa likuiditas tidak hanya terbatas

oleh baik atau tidaknya posisi likuiditas perusahaan namun dapat terlihat komponen apa saja yang berperan untuk hasil likuiditas tersebut. Dengan mengetahui kinerja pengelolaan pada piutang usaha, persediaan, dan hutang usaha, manajemen perusahaan diharapkan lebih mampu untuk mencapai tingkat likuiditas tertentu. Satu hal yang perlu diperhatikan ialah nilai CR dan QR yang menunjukkan tingginya posisi likuiditas perusahaan berpotensi untuk menimbulkan masalah likuiditas di masa depan akibat besarnya jumlah investasi yang ditanamkan oleh perusahaan.

Seiring dengan analisa tersebut, perusahaan perlu menitikberatkan pengelolaan pada persediaannya karena terdapat kecenderungan sulitnya pengelolaan tersebut dilakukan ketika perusahaan semakin besar. Untuk perusahaan kecil (berdasarkan jumlah harta dan penjualan), posisi likuiditas yang lebih baik dapat ditempuh dengan memperbaiki perputaran pada piutang usaha dan persediaan dan mengimbangi dengan pelunasan hutang tepat pada waktu jatuh tempo.

Meskipun komponen persediaan menjadi tumpuan utama dalam aplikasi CCC, pihak manajemen tetap harus memperhatikan kegiatannya dalam piutang dan hutang usaha. Hal ini disebabkan karena investor akan lebih mempertimbangkan kedua hal tersebut dalam berinvestasi untuk memastikan kemampuan perusahaan dalam mengatasi masalah gagal bayar. Tentunya hal ini akan berakibat baik bagi perusahaan itu sendiri karena kepercayaan investor berarti meningkatnya jumlah investasi yang ditanamkan di perusahaan.

Dengan demikian, pihak manajemen perusahaan disarankan untuk menggunakan rasio *static view* dan *dynamic view* secara bersamaan untuk analisa likuiditas yang lebih baik. Manajemen sebaiknya tetap memperhatikan kinerjanya dalam mengelola piutang usaha, persediaan, dan hutang usaha dalam upayanya meningkatkan likuiditas karena ketiga komponen perlu untuk terus disesuaikan satu sama lain agar memberikan hasil optimal.