

BAB I

Pendahuluan

Pada bagian pertama ini akan disampaikan latar belakang penelitian yang akan dilakukan. Termasuk juga didalamnya perumusan masalah dan tujuan penelitian. Di akhir bagian akan dijelaskan mengenai sistematika penulisan.

1.1 Latar Belakang

Meskipun manajemen dalam *working capital* menerima perhatian yang lebih sedikit daripada investasi jangka panjang dan keputusan keuangan lainnya, pada kenyataannya *working capital* membutuhkan perhatian manajemen yang sama besarnya. Contohnya dalam manajemen likuiditas. Likuiditas menunjukkan kecepatan perusahaan untuk mengkonversi harta lancar menjadi uang tunai sehingga perusahaan dapat memenuhi kewajibannya tepat waktu.

Untuk melakukan analisa likuiditas, pada umumnya digunakan rasio likuiditas seperti *current ratio* dan *quick ratio*. Logue dan Merville, pada penelitiannya tentang *capital asset pricing model*, menyebutkan bahwa kedua rasio ini menjadi lazim digunakan dalam mengukur likuiditas karena lebih mudah dipahami daripada pengukuran lainnya, serta memiliki korelasi yang tinggi dengan Beta. Penggunaan metode ini kemudian dikenal dengan *static view* karena analisa yang diberikan adalah berdasarkan pada angka yang tertera di neraca.

Secara umum, tujuan perusahaan adalah untuk mendapatkan keuntungan. Namun, tidak terbatas oleh itu saja, perusahaan juga memiliki tujuan untuk meningkatkan kesejahteraan ekonomi pemiliknya. Sejalan dengan tujuan tersebut, perusahaan menggunakan sumber daya yang dimilikinya untuk digunakan dalam berbagai bentuk investasi. Salah satu bentuk investasi tersebut adalah investasi pada *working capital* seperti kas, sekuritas jangka pendek, piutang usaha, dan persediaan. Oleh karena itu, investasi pada *working capital* menjadi penting sebagai sumber biaya operasional perusahaan sehari-hari dan menciptakan likuiditas perusahaan agar mampu bertahan atas penyesuaian diri dengan pertumbuhan dan kondisi ekonomi.

Pentingnya analisa likuiditas tidak hanya diperuntukkan bagi manajemen perusahaan saja, namun juga mencakup investor. Dalam proses pengambilan keputusan tentang alokasi penanaman modal, investor perlu untuk melihat likuiditas perusahaan. Pihak investor sudah tentu menginginkan investasi mereka dapat menghasilkan pengembalian yang sesuai dengan risiko gagal bayar yang serendah mungkin. Ketentuan investasi yang demikian dapat diperoleh dengan menganalisa likuiditas perusahaan.

Defisiensi likuiditas dapat menyebabkan perusahaan tidak mampu untuk mengambil keuntungan dari kesempatan bisnis yang ada karena kurangnya modal awal untuk mewujudkan kesempatan tersebut. Pinjaman dari pihak ketiga menjadi kurang memungkinkan, karena likuiditas yang rendah menunjukkan perusahaan memiliki kemampuan yang kurang untuk membayar hutang lancar dan kewajiban lainnya. Tingginya risiko akan gagal bayar menyebabkan para investor untuk tidak mengalokasikan dana untuk membiayai perusahaan tersebut. Keadaan seperti ini dapat berakhir dengan keputusan manajemen untuk menjual investasi dan properti perusahaan dengan cepat, dan dalam kondisi yang lebih parah lagi dapat menyebabkan *insolvency* dan bangkrut.

Dalam cakupan wilayah yang lebih luas, analisa likuiditas tetap menjadi salah satu faktor penting baik bagi manajemen perusahaan ataupun investor. Bagi manajemen perusahaan, analisa likuiditas dapat memberikan gambaran posisi likuiditas mereka dengan membandingkan diri dengan perusahaan pesaing ataupun terhadap rata-rata industri. Sedangkan untuk investor analisa likuiditas industri dapat memberikan gambaran terkait dengan industri mana yang menarik untuk berinvestasi.

1.2 Perumusan Masalah

Penggunaan metode *static view* sebenarnya memiliki kekurangan dalam menggambarkan likuiditas industri yang sesungguhnya. Bila dilihat dari rumus *current ratio* dan *quick ratio*, maka hasil analisa likuiditas yang dihasilkan menggambarkan jumlah aset yang dapat dikonversikan untuk memenuhi kewajiban industri. Penggunaan *static view* lebih ditekankan pada kemampuan industri untuk melikuidasi asetnya (*liquidation approach*), bukan pada likuiditas berdasarkan arus kas industri yang sebenarnya terjadi dalam waktu operasi industri.

Kemampuan untuk melakukan likuidasi aset seharusnya menjadi strategi manajemen yang terakhir dalam menghadapi masalah gagal bayar. Dengan demikian, analisa likuiditas untuk menghindari kondisi *default* seharusnya memasukkan faktor sebagai berikut:

1. Kemampuan perusahaan dalam menutupi kewajibannya dengan arus kas yang terjadi dengan melakukan investasi pada persediaan (*inventory*) dan piutang usaha.
2. Tingkat sensitivitas dari arus kas yang terjadi karena operasi usaha terhadap penurunan penjualan dan pendapatan selama krisis ekonomi.

Faktor-faktor di atas menunjukkan pentingnya *operating cycle* sebagai elemen yang penting dalam melakukan analisa likuiditas. Untuk memasukkan elemen *operating cycle*

dalam analisa likuiditas, dapat ditempuh dengan menggunakan perhitungan *account receivables turnover* (ARTO) dan *inventory turnover* (ITO). Kedua perhitungan tersebut dapat memberikan pendekatan likuiditas yang lebih baik daripada perhitungan *current* dan *quick ratio*, yakni dengan memberikan waktu yang dibutuhkan oleh industri dalam siklus operasinya.

Untuk menyempurnakan *operating cycle* sebagai indikator likuiditas, Richards dan Laughlin (1980) kemudian mengemukakan konsep *cash conversion cycle* (CCC). Konsep CCC merupakan pengembangan konsep *operating cycle*, yakni dengan menambahkan elemen arus kas keluar yang disebabkan oleh hutang lancar yang dimiliki industri. Oleh karenanya, pada konsep CCC digunakan perhitungan *payables turnover*. Pengembangan tersebut memungkinkan CCC, sebagai indikator likuiditas, untuk memperhitungkan adanya perbedaan waktu dan jumlah arus kas masuk dan keluar yang terjadi selama waktu operasi. Karena penggunaan CCC sebagai indikator likuiditas dapat mencerminkan posisi rata-rata likuiditas, maka hasil likuiditas yang diperoleh dapat digunakan untuk mengevaluasi perubahan pada *working capital*. Oleh karenanya dalam waktu yang bersamaan dapat diadakan pengawasan dan kontrol dari komponen *working capital* tersebut.

Dengan demikian, secara keseluruhan, CCC merefleksikan *net time interval* antara pengeluaran kas aktual dari produktivitas sumber daya industri dan penerimaan kas dari penjualan produk atau dengan kata lain CCC menunjukkan periode waktu yang dibutuhkan industri dalam mengkonversi *cash disbursement* menjadi arus kas masuk dalam aktivitas operasi industri normal. Karena kemampuan CCC dalam mencerminkan likuiditas untuk waktu yang riil, maka CCC sebagai indikator likuiditas lebih dikenal sebagai *dynamic view*.

1.3 Tujuan Penelitian

Sejalan dengan perumusan masalah yang telah dikemukakan di atas, maka secara umum penelitian ini bertujuan untuk mengetahui likuiditas industri Indonesia dengan mengaplikasikan konsep *cash conversion cycle*. CCC digunakan sebagai pengganti dari rasio likuiditas (*current* dan *quick ratio*) sebagai indikator likuiditas. Sedangkan tujuan penelitian ini secara khusus yaitu:

1. Menguji korelasi antara *cash conversion cycle* dengan rasio likuiditas (*current ratio* dan *quick ratio*), serta dengan ketiga komponen CCC.
2. Menganalisa likuiditas berdasarkan besarnya perusahaan yang diukur dengan rata-rata jumlah harta dan penjualan.
3. Menganalisa likuiditas perusahaan dengan kinerja dan nilai perusahaan.
4. Menganalisa likuiditas dalam menjelaskan keterkaitannya dengan harga saham.

1.4 Ruang Lingkup Penelitian

Adapun ruang lingkup penelitian yang sekaligus merupakan batasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian ini ditujukan untuk menganalisa tingkat likuiditas pada industri manufaktur Indonesia secara keseluruhan dengan menggunakan konsep CCC.
2. Untuk mencapai tujuan tersebut, digunakan sampel perusahaan manufaktur terbuka yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2003 – 2006.
3. Data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan dan harga saham perusahaan sampel untuk tahun 2003 – 2006.

1.5 Metodologi Penelitian

Konsep yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada model *cash conversion cycle* yang dikembangkan oleh Richards dan Laughlin (1980). Berikut adalah persamaan CCC:

$$CCC = RCP + ICP - PDP$$

dimana: RCP = *Receivables Conversion Period*

$$= 360 / \textit{Account Receivable Turnover}$$

ICP = *Inventory Conversion Period*

$$= 360 / \textit{Inventory Turnover}$$

PDP = *Payment Defferal Period*

$$= 360 / \textit{Payables Turnover}$$

Dengan memasukkan rumus dari ketiga elemen di atas, maka didapat persamaan lain untuk penghitungan CCC.

$$CCC = 360 \left(\frac{A/R}{Sales} \right) + 360 \left(\frac{Inv.}{COGS} \right) - 360 \left(\frac{A/P}{COGS} \right)$$

1.5.1 Metodologi Penelitian Pertama

Penelitian yang pertama dilakukan dengan menguji korelasi antara CCC dengan rasio likuiditas *current ratio* (CR) dan *quick ratio* (QR). Uji korelasi tersebut dimaksudkan untuk melihat apakah terdapat korelasi yang positif antara CCC dan *current-quick ratio*. Penelitian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa korelasi tersebut seharusnya bersifat positif, dimana peningkatan pada CR dan QR akan diikuti dengan peningkatan CCC (Richards-Laughlin, 1980) yang berarti likuiditas yang tinggi membutuhkan perputaran kas yang lebih lama. Namun, menurut Kamath (1989), hubungan tersebut ternyata dibuktikan sebaliknya, perusahaan dengan likuiditas yang tinggi dapat mempertahankan CCC dengan perputaran kas yang relatif stabil.

Untuk uji korelasi yang kedua dilakukan antara CCC dengan tiap komponen variabel CCC, yakni *receivables conversion period* (RCP), *inventory conversion period* (ICP), dan *payables deferral period* (PDP). Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui bagaimana perubahan pada piutang dan hutang usaha serta besarnya persediaan dapat merubah likuiditas perusahaan. Sesuai dengan model CCC yang dikemukakan oleh Richards dan Laughlin (1980), maka seharusnya CCC memiliki hubungan positif dengan RCP-ICP, dan negatif dengan PDP.

1.5.2 Metodologi Penelitian Kedua

Dari hasil penelitian ini dapat diketahui likuiditas dari ukuran perusahaan yang berbeda. Jose et al. (1987) mengemukakan bahwa perusahaan yang besar cenderung lebih dapat mendatangkan keuntungan dan memiliki CCC yang lebih pendek. Oleh karena itu, pembagian perusahaan sampel dilakukan untuk melihat aplikasi dari pernyataan tersebut.

Adapun perusahaan sampel akan dibagi dalam empat kuartil berdasarkan rata-rata jumlah penjualan dan harta selama kurun waktu penelitian 2003–2006. Keempat kelompok perusahaan tersebut dibagi berdasarkan peringkat rata-rata besarnya penjualan dan harta, sehingga kuartil 1 disebut sebagai perusahaan yang lebih besar daripada kuartil 2 dan seterusnya. Kemudian, penghitungan rata-rata untuk variabel CR, QR, CCC, RCP, ICP, dan PDP dilakukan untuk tiap kelompok perusahaan.

Analisa likuiditas dilakukan dengan melihat rata-rata nilai CR, QR, CCC, dan komponen CCC untuk tiap kelompok perusahaan. Dari penelitian ini dapat diterapkan hasil penelitian pertama. Dinyatakan bahwa terdapat korelasi yang positif antara besarnya perusahaan, diukur dari jumlah penjualan dan harta, dengan posisi likuiditas perusahaan (Moss-Stine, 1993). Pernyataan ini timbul karena perusahaan besar memiliki akses yang lebih banyak daripada perusahaan kecil terkait dengan sumber pendanaan sehingga mereka dapat meningkatkan likuiditasnya.

1.5.3 Metodologi Penelitian Ketiga

Tujuan ketiga dari penelitian ini didasarkan pada pernyataan Harger, 1976 (dalam Wang, 2001) yakni perusahaan dengan CCC rendah cenderung dapat memberikan kinerja operasi yang lebih baik sehingga pada akhirnya memiliki nilai perusahaan yang lebih besar. Kinerja operasi perusahaan dilihat dari besarnya penjualan, sementara variabel *return on assets* (ROA), dan *return on equity* (ROE) digunakan untuk melihat likuiditas dengan perbedaan struktur pembiayaan. Besarnya nilai perusahaan diukur dengan rasio Tobin's Q dan pembagian perusahaan sampel dilakukan kembali antara Tobin's Q>1 dan Tobin's Q≤1. Titik pembagi tersebut digunakan untuk membedakan antara kelompok perusahaan bernilai tinggi (Tobin's Q>1) dengan kelompok perusahaan bernilai rendah (Tobin's Q≤1). Berikut adalah persamaan untuk menghitung Tobin's Q:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{C + P + LTD + STD}{RC}$$

dimana	C	nilai pasar dari saham biasa
	P	nilai pasar dari saham preferen
	LTD	hutang jangka panjang
	STD	hutang jangka pendek (pinjaman bank)
	RC	<i>replacement cost</i> , yakni jumlah harta tetap (net) dan persediaan

Kemudian pengolahan data dilakukan dengan uji korelasi antara rata-rata CCC dan ROA-ROE untuk melihat implikasi pada tingkat pengembalian untuk aset dan ekuitas ketika manajemen perusahaan berupaya menaikkan ataupun menurunkan likuiditasnya. Pengolahan data dilanjutkan dengan melihat rata-rata likuiditas dan kinerja operasi untuk tiap kelompok Tobin's Q. Analisa yang didapatkan menunjukkan kinerja industri dan nilai perusahaan.

1.5.4 Metodologi Penelitian Keempat

Untuk melihat apakah likuiditas perusahaan dapat menjelaskan keterkaitannya dengan *return* saham, dilakukan sejumlah regresi untuk mendapatkan model regresi terbaik. Variabel terikat yang digunakan adalah *return* saham, sementara itu variabel bebas yang dapat digunakan di sini adalah rasio likuiditas CR, QR, dan CCC dengan *single regression model*.

Regresi pertama dilakukan antara *return* saham dengan CCC, sebagai rasio likuiditas *dynamic view*. Model regresi yang diujikan yakni:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 CCC_{it} + e_{it}$$

dimana R_{it} tingkat pengembalian saham perusahaan ke-i pada tahun ke-t

CCC_{it} *cash conversion cycle* (CCC) perusahaan ke-i pada tahun ke-t

e_{it} *error* perubahan harga saham perusahaan ke-i pada tahun ke-t

Regresi selanjutnya dilakukan terhadap rasio likuiditas *static view* CR dan QR sebagai variabel bebasnya. Model regresi yang diujikan yakni:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 CR_{it} + e_{it}$$

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 QR_{it} + e_{it}$$

dimana R_{it} tingkat pengembalian saham perusahaan ke-i pada tahun ke-t

CR_{it} *current ratio* (CR) perusahaan ke-i pada tahun ke-t

QR_{it} *quick ratio* (QR) perusahaan ke-i pada tahun ke-t

e_{it} *error* perubahan harga saham perusahaan ke-i pada tahun ke-t

Ketiga model regresi di atas dilakukan untuk membandingkan keterkaitan antara ketiga rasio tersebut dengan *return* saham. Namun, penggunaan satu variabel bebas pada ketiga model regresi kurang dapat memberikan hasil regresi yang baik. Oleh karenanya, regresi

dilakukan kembali memecah variabel CCC menjadi tiga komponennya yakni RCP, ICP, dan PDP, dengan demikian terdapat tiga variabel bebas dengan persamaan:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 RCP_{it} + \beta_2 ICP_{it} + \beta_3 PDP_{it} + e_{it}$$

dimana R_{it} tingkat pengembalian saham perusahaan ke-i pada tahun ke-t

RCP_{it} RCP perusahaan ke-i pada tahun ke-t

ICP_{it} ICP perusahaan ke-i pada tahun ke-t

PDP_{it} PDP perusahaan ke-i pada tahun ke-t

e_{it} error perubahan harga saham perusahaan ke-i pada tahun ke-t

1.6 Sistematika Penulisan

Keseluruhan penelitian ini, baik dari teori yang digunakan, pengolahan dan analisa data, hingga hasil penelitan dituliskan dalam sistematika penulisan yang terdiri dari lima bab, yang secara berurutan akan membahas tentang:

Bab I : Pendahuluan

Bab ini berisikan latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, ruang lingkup penelitian, metodologi penelitian, dan sistematika penulisan. Bab ini menjadi bagian awal yang menjelaskan penelitian yang dilakukan secara garis besar.

Bab II : Landasan Teori

Pada bab kedua akan dijelaskan mengenai tinjauan literatur, yakni mengenai teori dan konsep tentang likuiditas, rasio likuiditas, dan *cash conversion cycle*. Bab ini juga berisikan sejumlah hasil penelitian terkait yang sudah dilakukan sebelumnya dari jurnal.

Bab III : Metodologi Penelitian

Pada bab tiga akan dijelaskan tentang data penelitian yang digunakan dan cara pengumpulannya, serta metode pengolahan data.

Bab IV : Analisa dan Pembahasan Penelitian

Bab ini berisikan sampel yang digunakan sebagai data penelitian serta hasil pengolahan data beserta analisisnya. Analisa hasil penelitian kemudian dikaitkan dengan teori dan hasil penelitian sebelumnya yang sesuai untuk mendapatkan analisa penelitian yang lebih baik.

Bab V : Penutup

Pada bab terakhir ini berisikan kesimpulan atas hasil penelitian, keterbatasan yang terdapat dalam penelitian, dan juga sejumlah saran yang diajukan terkait dengan hasil penelitian.



BAB II

Landasan Teori

Meskipun manajemen dalam *working capital* menerima perhatian yang lebih sedikit daripada investasi jangka panjang dan keputusan keuangan lainnya, pada kenyataannya *working capital* membutuhkan perhatian manajemen yang sama besarnya. Contohnya dalam manajemen likuiditas. Likuiditas menunjukkan kecepatan perusahaan untuk mengkonversi harta lancar menjadi uang tunai sehingga perusahaan dapat memenuhi kewajibannya tepat waktu.

Pentingnya analisa likuiditas tidak hanya diperuntukkan bagi manajemen perusahaan saja, namun juga mencakup investor. Dalam proses pengambilan keputusan tentang alokasi penanaman modal, investor perlu untuk melihat likuiditas perusahaan. Pihak investor sudah tentu menginginkan investasi mereka dapat menghasilkan pengembalian yang sesuai dengan risiko gagal bayar yang serendah mungkin. Ketentuan investasi yang demikian dapat diperoleh dengan menganalisa likuiditas perusahaan. Defisiensi likuiditas dapat menyebabkan perusahaan tidak mampu untuk mengambil keuntungan dari kesempatan bisnis yang ada karena kurangnya modal awal untuk mewujudkan kesempatan tersebut. Pinjaman dari pihak ketiga menjadi kurang memungkinkan, karena likuiditas yang rendah menunjukkan perusahaan memiliki kemampuan yang kurang untuk membayar hutang lancar dan kewajiban lainnya. Tingginya risiko akan gagal bayar menyebabkan para investor untuk tidak mengalokasikan dana untuk membiayai perusahaan tersebut. Keadaan seperti ini dapat berakhir dengan keputusan manajemen untuk menjual investasi dan properti perusahaan dengan cepat, dan dalam kondisi yang lebih buruk, dapat menyebabkan *insolvency* dan bangkrut.

Dalam cakupan wilayah yang lebih luas, analisa likuiditas tetap menjadi salah satu faktor penting baik bagi manajemen perusahaan ataupun investor. Bagi manajemen perusahaan, analisa likuiditas dapat memberikan gambaran posisi likuiditas mereka dengan membandingkan diri dengan perusahaan pesaing ataupun terhadap rata-rata industri. Sedangkan untuk investor analisa likuiditas industri dapat memberikan gambaran terkait dengan industri mana yang menarik untuk berinvestasi.

2.1 Investasi

Investasi adalah kegiatan mengalokasikan sejumlah sumber daya yang dimiliki untuk memperoleh keuntungan di masa depan. Elton dkk. (2007) mengartikan investasi sebagai penundaan sejumlah konsumsi di masa ini untuk dapat melakukan konsumsi yang lebih besar di masa mendatang. Atas pengertian ini, maka seorang investor dihadapkan pada:

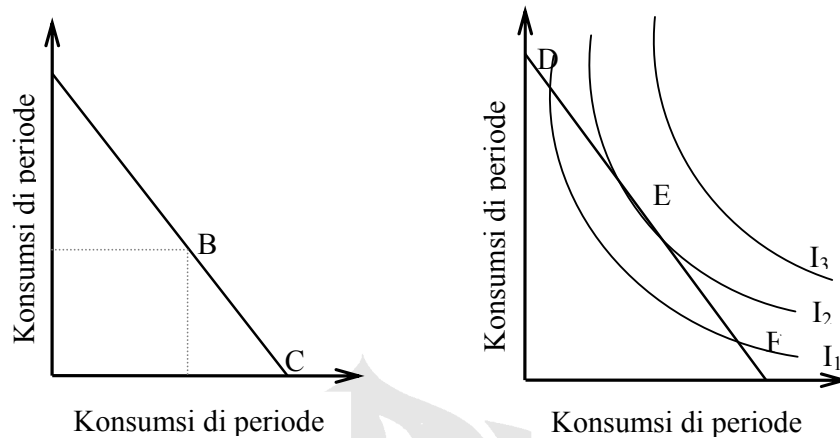
1. Sejumlah pilihan yang tersedia bagi investor.

Pilihan yang tersedia meliputi apakah investor akan menghabiskan seluruh uangnya untuk konsumsi pada saat ini (titik A pada gambar), atau sebaliknya akan menyimpannya untuk dapat digunakan di masa depan (titik B). Alternatif lainnya yang tersedia bagi investor yakni untuk menyimpan sejumlah uang dan hanya menggunakan sebagiannya lagi untuk konsumsi sekarang (titik C). Sejumlah pilihan inilah yang kemudian disebut *opportunity set*.

2. Bagaimana cara untuk memilih di antara pilihan yang tersedia.

Pilihan investasi yang optimal bagi investor ditentukan dengan melihat pola konsumsi. Tentu saja pola ini berbeda-beda bagi setiap orang, sehingga investasi yang terjadi menjadi beragam. Pola konsumsi ini digambarkan oleh *indifference curve*, dimana pada setiap titik kurva tingkat kesejahteraan investor adalah sama.

2-1. Investasi



Sumber: Elton dkk., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 7th ed., (Danvers, 2007), hlm.4

Namun, investor akan memilih kurva yang lebih tinggi, yang menandakan kesejahteraan yang lebih besar. Pada gambar, investasi yang optimal terletak pada titik E, dimana *indifference curve* I_2 adalah fungsi *tangent* dari *opportunity set*. Garis I_2 akan dipilih daripada I_1 , namun investor tidak akan memilih I_3 dimana tidak terdapat pilihan investasi yang dapat dipilih.

Adapun bentuk investasi ini sangat beragam, namun secara umum investasi dapat dikategorikan menjadi dua, yaitu *real investment* dan *financial investment*. *Real investment* adalah investasi dalam bentuk nyata, misalnya investasi dalam bentuk properti, komersial, dan lain-lain. Sedangkan *financial investment* merupakan investasi terhadap produk keuangan seperti investasi dalam bentuk tetap, yakni antara lain deposito dan obligasi, ataupun dalam bentuk yang tidak tetap seperti investasi saham atau sejenisnya.

Dengan berinvestasi, investor dihadapkan pada resiko ketidakpastian akan masa depan, untuk itu dibutuhkan kompensasi atas resiko berupa tingkat pengembalian yang lebih tinggi atau *capital gain*. Besarnya kompensasi tersebut dipengaruhi oleh lamanya waktu yang dibutuhkan dalam investasi, tingkat inflasi di masa depan, dan ketidakpastian dari pembayaran di masa depan.

2.1.1 Investor

Investor merupakan orang perorangan atau lembaga baik domestik atau non domestik yang melakukan suatu investasi sesuai dengan bentuk penanaman modal dan jenis investasi yang dipilihnya, untuk jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam praktik investasi keuangan dikenal beberapa jenis investor, yakni:

1. *Hedger*, adalah investor yang melakukan investasi untuk tujuan menjaga harta lincer yang dimilikinya.
2. *Speculator*, merupakan investor yang berinvestasi untuk tujuan spekulasi atas pergerakan harga yang terjadi, pada umumnya dilakukan untuk jangka pendek atau bahkan *one day trading*.
3. *Arbitrager*, adalah investor yang melakukan investasi berdasarkan selisih perhitungan yang terjadi atau dapat timbul karena adanya perbedaan tempat, waktu, dan kebijakan.

Berdasarkan sifatnya, investor juga dapat dikategorikan dalam tiga tingkatan, yaitu:

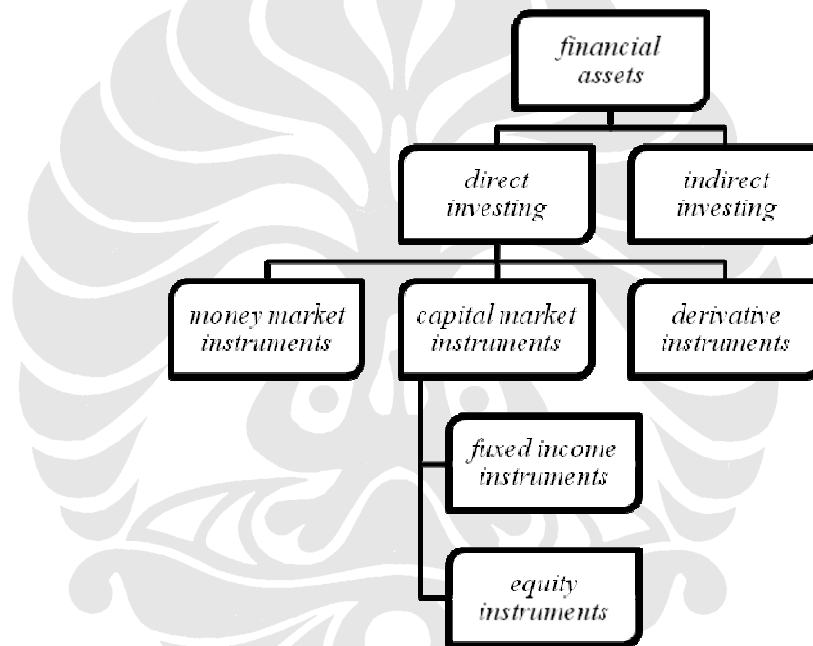
1. *Risk averse*, takut akan resiko, investor akan memilih investasi dengan resiko yang rendah meskipun konsekuensi keuntungannya kecil.
2. *Risk medium*, proporsional melihat resiko, investor akan berinvestasi dengan resiko sedang dengan harapan mendapatkan keuntungan tertentu.
3. *Risk taker*, berani mengambil resiko, investor lebih memilih investasi dengan estimasi keuntungan yang tinggi dengan konsekuensi resiko yang tinggi juga.

Setiap jenis investor seperti yang telah disebutkan di atas mempunyai karakter dan pertimbangan yang berbeda dalam menilai suatu investasi. Pola tersebut terbentuk karena penambahan resiko yang terkandung dalam tingkat pengembalian investasi seiring dengan semakin besarnya *return* investasi. Sehingga investor bebas untuk menilai dan memilih investasi yang diinginkannya sesuai dengan keinginan dan kemampuannya berinvestasi.

2.1.2 Metode Berinvestasi

Sedangkan untuk berinvestasi, investor dapat memilih metode langsung ataupun tidak langsung dengan berbagai instrumen investasi yang tersedia. Dari penjelasan mengenai dua metode dalam berinvestasi, dapat dilihat instrumen keuangan yang tersedia sebagai pilihan investasi. Instrumen keuangan tersebut kemudian disebut sebagai sekuritas, yakni sebuah perjanjian legal yang merupakan klaim atas hak untuk menerima keuntungan di masa depan dalam suatu kondisi tertentu.¹

2-2. Metode dan Instrumen Investasi



Sumber: Elton dkk., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 7th ed., (Danvers, 2007), hlm.11

1. Metode langsung (*direct investing*)

Dalam metode langsung, investor dapat membeli sejumlah sekuritas yang berbeda sebagai instrumen berinvestasi. Sekuritas yang dapat dipilih kemudian dibagi berdasarkan jangka waktu yang dibutuhkan dalam investasi, yakni: *money market securities*, *capital market securities*, dan *derivative instruments*.

¹ Elton dan Gruber, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, (Danvers, 2007), hlm. 11

a. *Money market securities*

Sekuritas dari pasar uang merupakan hutang jangka pendek yang dijual oleh pemerintah, institusi keuangan, dan perusahaan. Sekuritas ini memiliki jangka waktu selama satu tahun atau kurang. Contoh instrumennya antara lain Surat Utang Negara (SUN), dan *commercial paper*.

b. *Capital market securities*

Instrumen keuangan pada pasar modal memiliki waktu jatuh tempo (*maturity*) lebih dari satu tahun. Sekuritas pada pasar ini dibagi menjadi dua kelompok besar, yakni *fixed income securities* dan *equity market*.

Fixed income securities, disebut demikian karena memiliki pembayaran yang periodik, yakni untuk pembayaran bunga. Besarnya pokok hutang akan dibayarkan kembali pada suatu waktu, yakni pada waktu *maturity*. Contohnya antara lain surat hutang perusahaan dan *municipal securities*. *Equity market*, yakni berupa saham biasa (*common stock*). Saham biasa mewakili klaim kepemilikan pendapatan dan harta dari sebuah perusahaan. Bentuk lain sekuritas pada *equity market* adalah saham preferen (*preferred stock*). Saham ini memiliki karakter gabungan dari saham biasa dan surat hutang.

c. *Derivative instruments*

Instrumen derivatif merupakan sekuritas dengan nilai yang didasarkan pada sejumlah sekuritas pokok (*underlying securities*). Instrumen ini kemudian dibagi menjadi dua yakni *options* dan *futures*. *Options* adalah sekuritas yang memberikan pemiliknya hak untuk membeli (*call options*) ataupun menjual (*put options*) suatu aset pada harga tertentu di suatu periode di masa depan, sedangkan *futures* ialah kewajiban untuk membeli aset tertentu pada harga yang berlaku di suatu periode tertentu.

2. Metode tidak langsung (*indirect investing*)

Sedangkan pada metode tidak langsung, investasi dilakukan melalui *mutual funds*. Melakukan investasi dengan metode tidak langsung sama seperti metode langsung karena sekuritas yang dibeli adalah sama. Namun, pada *indirect investing*, investor membeli saham dari portofolio sekuritas (berupa saham atau surat hutang) dan terdapat jasa manajer portofolio. *Mutual funds* terdiri dari dua jenis, yakni *open-end funds shares* dan *closed-end funds*.

2.2 Saham

Saham merupakan klaim kepemilikan pendapatan dan harta dari sebuah perusahaan. Seperti yang telah disebutkan di atas, saham merupakan salah satu sekuritas yang terdapat pada pasar modal. Terdapat dua jenis saham, yakni saham biasa dan saham preferen.

2.2.1 Saham Biasa

Saham biasa mewakili kepemilikan yang sesungguhnya dari sebuah perusahaan bila dibandingkan dengan pemegang surat hutang. Saham biasa tidak memiliki *maturity date*, melainkan tetap berlaku selama perusahaan beroperasi. Dividen yang akan diberikan oleh perusahaan harus disetujui terlebih dahulu oleh jajaran direksi dan tidak memiliki batasan nilai. Karakteristik dari saham biasa antara lain:

1. Klaim pada pendapatan

Pemegang saham biasa memiliki hak atas pendapatan residu setelah pembayaran surat hutang dan saham preferen. Bentuk pendapatan tersebut dapat berupa dividen ataupun laba ditahan yang kemudian digunakan untuk investasi kembali oleh perusahaan. Karena berbentuk hak atas pendapatan residu, maka hal ini menjadi satu risiko tersendiri. Besarnya dividen yang dibagikan tergantung dari besarnya

pembayaran hutang dan dividen untuk saham preferen. Namun, tingkat pengembalian ini tidak terbatas bagi saham biasa.

2. Klaim pada harta

Para pemegang saham biasa juga memiliki hak atas harta residu perusahaan, yakni jika perusahaan mengalami likuidasi. Sama halnya dengan pembagian dividen, besarnya harta yang dialokasikan kepada pemegang saham biasa merupakan harta sisa setelah pembayaran bagi *bondholders* dan *preferred stockholders*.

3. Hak *voting*

Setiap lembar saham biasa mengandung hak *voting* bagi pemegangnya, misalnya dapat digunakan pada pemilihan direksi perusahaan. Hak ini bersifat kumulatif dimana pemegang saham dapat memberikan suaranya sejumlah dengan lembar saham yang dimilikinya. Jumlah suara dapat dialokasikan kepada satu kandidat direktur, atau dibagi sesuai dengan proporsi yang diinginkan oleh investor kepada beberapa kandidat.

4. *Preemptive rights*

Preemptive rights adalah hak bagi pemegang saham biasa untuk mempertahankan persentase kepemilikan saham dari suatu perusahaan. Ketika perusahaan menerbitkan sejumlah saham baru, maka *common stockholder* berhak untuk menerima atau menolak penawaran untuk membeli saham baru tersebut. Misalkan, seorang investor memiliki saham biasa sebesar 25% dari keseluruhan saham perusahaan, maka ia berhak untuk membeli 25% dari jumlah saham baru yang diterbitkan perusahaan.

5. Tanggung jawab yang terbatas

Meskipun saham biasa mencerminkan kepemilikan perusahaan yang sebenarnya, para pemegangnya hanya bertanggung jawab secara terbatas. Maksudnya adalah

jika perusahaan mengalami kerugian ataupun bangkrut, maka seorang investor berkewajiban akan kerugian tersebut sebatas besarnya proporsi kepemilikan saham.

2.2.2 Saham Preferen

Saham preferen dikenal sebagai *hybrid security* karena saham ini memiliki karakteristik gabungan dari saham biasa dan surat hutang (*bonds*). Seperti saham biasa, saham preferen tidak memiliki *maturity date* namun jumlah dividen yang dibayarkan adalah tetap layaknya surat hutang. Adapun karakteristik dari saham preferen antara lain:

1. *Multiple classes*

Suatu perusahaan dapat menerbitkan berbagai macam seri dari saham preferen, dimana masing-masing seri dapat memiliki karakter yang berbeda sesuai keinginan manajemen perusahaan.

2. *Claim on assets and income*

Saham preferen memiliki klaim pada asset dan pendapatan yang lebih besar daripada saham biasa. Dengan demikian, dalam kondisi perusahaan bangkrut dan perihal pembayaran dividen, perusahaan akan menyelesaikan klaim untuk pemegang saham preferen terlebih dahulu.

3. *Cumulative feature*

Pembayaran dividen bagi pemilik saham preferen bersifat kumulatif. Karakteristik ini berarti dividen yang tidak dibagikan di masa lalu akan dibayarkan pada masa ini sebelum pembayaran dividen bagi saham biasa.

4. *Protective provisions*

Protective provisions memberikan hak *voting* bagi pemegang saham preferen, misalnya ketika perusahaan tidak membagikan dividen. Fitur ini diberikan untuk menjaga minat investor.

5. *Convertibility*

Sifat *convertibility* berarti pemegang saham preferen dapat menukarkan saham miliknya menjadi sejumlah saham biasa.

6. *Adjustable rate preferred stock*

Saham preferen memiliki acuan tingkat bunga yang dapat disesuaikan. Tujuan dari pemberian fitur ini adalah untuk menjaga investor dari perubahan harga saham yang diakibatkan oleh pergerakan tingkat bunga.

7. *Participation*

Partisipasi dalam saham preferen jarang terjadi. Namun, dengan adanya partisipasi ini, para pemegang saham preferen dapat berkontribusi untuk menentukan batasan jumlah dividen yang dibayarkan.

8. *Payment in kind preferred*

Dengan adanya fitur ini, investor tidak mendapatkan dividen melainkan mendapatkan tambahan saham preferen yang pada akhirnya menambah besarnya dividen yang akan dibayarkan. Pada umumnya, fitur ini disertakan dalam saham preferen karena perusahaan belum memiliki keuangan yang stabil.

9. *Retirement features*

Saham preferen tidak memiliki waktu jatuh tempo seperti layaknya saham biasa. Oleh karenanya, perusahaan memberikan fitur *call provision* pada saham preferennya sehingga perusahaan dapat membeli kembali sahamnya, biasanya dilakukan ketika harga saham lebih tinggi dari harga *par* (premium). *Retirement* ini mendatangkan keuntungan bagi investor dan perusahaan. Investor mendapatkan keuntungan dari harga saham yang premium, sedangkan perusahaan dapat mengadakan pembiayaan dengan hutang baru atau menerbitkan saham baru ketika tingkat bunga turun.

2.3 Likuiditas

Likuiditas dapat diartikan sebagai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya tepat pada waktunya dan kecepatan dalam mengkonversi harta lancar (piutang dan persediaan) menjadi uang tunai². Untuk melihat likuiditas perusahaan, pada umumnya digunakan sejumlah rasio keuangan. Adapun kegunaan rasio keuangan menurut Mautz-Angell (2006) adalah untuk membantu investor dan kreditor dalam memahami sejarah keuangan suatu perusahaan dan menggunakan pengetahuan itu untuk memprediksi jumlah waktu dan ketidakpastian arus kas mendatang

2.3.1 Rasio Likuiditas

Pada umumnya, ketika seseorang ingin menghitung likuiditas, maka ia akan menggunakan sejumlah rasio seperti *current ratio* ataupun *quick ratio*. Kedua rasio tersebut adalah rasio yang lazim digunakan. Sebenarnya dalam menghitung likuiditas, dapat digunakan dua pendekatan yakni:

1. Pendekatan yang pertama ialah dengan melihat harta perusahaan yang relatif likuid dan membandingkannya dengan kewajiban jangka pendek. Rasio yang terdapat dalam pendekatan ini adalah:
 - a. *Current ratio* (CR)

Rasio ini sering digunakan karena aplikasinya yang relatif mudah apabila dibandingkan dengan rasio lainnya. CR digunakan untuk mengukur batas aman dalam memenuhi kewajiban yang akan jatuh tempo pada periode yang berlangsung. Jika harta lancar yang dimiliki perusahaan relatif lebih besar daripada kewajiban lancarnya, maka probabilitas perusahaan untuk dapat memenuhi kewajiban lancar dapat dikatakan baik.

²Keown, Arthur J. dkk. *Financial Management*. (New Jersey, 2005), hlm. 41

$$\text{current ratio} = \frac{\text{current assets}}{\text{current liabilities}}$$

Pada umumnya, proporsi yang harus dimiliki perusahaan agar dikatakan likuid adalah 2:1³. Hasil dari perhitungan *current ratio* digunakan untuk mengetahui likuiditas suatu perusahaan dibandingkan dengan perusahaan lain yang sejenis.

b. *Acid-test ratio / quick ratio* (QR)

Quick ratio merupakan perkembangan dari *current ratio*, yakni dengan mengeluarkan faktor persediaan dari harta lancar. Kas yang didapatkan dari konversi persediaan memiliki kemungkinan yang kecil. Hal ini dilakukan agar hasil perhitungan lebih mencerminkan likuiditas yang sebenarnya dengan hanya memasukkan kas dan piutang sebagai harta lancar.

$$\text{acid - test ratio} = \frac{\text{current assets} - \text{inventories}}{\text{current liabilities}}$$

Perusahaan yang memiliki perbandingan 1:1 dalam *quick ratio* dapat dikatakan likuid⁴. Sama halnya dengan *current ratio*, hasil perhitungan *quick ratio* dipergunakan dengan membandingkan likuiditas antar perusahaan dalam industri yang sejenis.

2. Pendekatan yang kedua dilakukan dengan melihat kecepatan perusahaan untuk mengkonversi piutang dan persediaan menjadi kas (*activity/turnover ratio*). Rasio keuangan yang terdapat dalam pendekatan ini adalah:

a. *Average collection period* (ACP)

Dengan menggunakan rasio ini, likuiditas dinyatakan sebagai kemampuan perusahaan mengumpulkan piutang usahanya dalam rata-rata jumlah hari yang dibutuhkan.

³ Gallinger, George. dan Halley, *Liquidity Analysis and Management*, (Massachusetts, 1987), hlm. 54

⁴ *Ibid*

$$\text{average collection period} = \frac{\text{accounts receivable}}{\text{daily credit sales}}$$

Hasil dari perhitungan *average collection period* digunakan untuk mengetahui likuiditas suatu perusahaan dibandingkan dengan perusahaan lain yang sejenis.

b. *Accounts receivables turnover ratio* (ARTO)

Accounts receivables turnover ratio mengukur likuiditas dengan berapa kali piutang yang dapat dikumpulkan oleh perusahaan dalam satu tahun.

$$\text{accounts receivables turnover ratio} = \frac{\text{credit sales}}{\text{accounts receivable}}$$

Hasil dari perhitungan *accounts receivables turnover ratio* juga digunakan untuk membandingkan likuiditas antar perusahaan sejenis atau suatu perusahaan dengan rata-rata industri.

c. *Inventory turnover ratio* (ITO)

Tujuan yang sama dalam mengukur likuiditas juga dapat terlihat dari rasio ini. Penggunaan rasio ini menyatakan likuiditas sebagai berapa kali terjadi penggantian persediaan dalam satu tahun.

$$\text{inventory turnover} = \frac{\text{cost of good sold}}{\text{inventory}}$$

Hasil dari perhitungan *average collection period* digunakan untuk mengetahui likuiditas suatu perusahaan dibandingkan dengan perusahaan lain yang sejenis.

Untuk melakukan analisa likuiditas, pada umumnya digunakan kedua pendekatan di atas, terutama *current ratio* dan *quick ratio*. Logue dan Merville, pada penelitiannya tentang *capital asset pricing model*, menyebutkan bahwa kedua rasio ini menjadi lazim digunakan dalam mengukur likuiditas karena lebih mudah dipahami daripada pengukuran lainnya, serta memiliki korelasi yang tinggi dengan Beta. Penggunaan metode ini kemudian dikenal dengan *static view* karena analisa yang diberikan adalah berdasarkan pada angka yang tertera di neraca.

2.3.2 *Quality of Earnings*

Ketepatan dari rasio likuiditas *static view*, terutama untuk *current ratio* dan *quick ratio* dipertanyakan oleh Largay-Stickney (1980) dan Aziz-Lawson (1990). Hal ini disebabkan karena analisa likuiditas *static view* harus memperhatikan kualitas dari pendapatan (*quality of earnings*) yang tertera dalam laporan keuangan perusahaan⁵.

Quality of earnings dimaksudkan untuk melihat korelasi antara pendapatan dan arus kas perusahaan. Hal ini perlu ditekankan karena data yang digunakan dalam perhitungan rasio keuangan berasal dari laporan keuangan untuk periode tertentu tanpa menggambarkan arus kas yang sesungguhnya terjadi. Semakin tinggi korelasi antara pendapatan dan arus kas, maka semakin tinggi juga kualitas pendapatannya serta semakin rendah risiko yang dapat terjadi terkait dengan likuiditas. Beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam konteks *quality of earnings* antara lain⁶:

1. *Fraudulent actions*

Kualitas pendapatan yang rendah akibat adanya *fraudulent actions* sulit untuk dideteksi. Kegiatan ini terjadi akibat ulah pihak manajemen perusahaan sendiri, misalnya dalam pencatatan jumlah persediaan yang sengaja tidak disesuaikan dengan kenyataannya.

2. *Above-average financial risk*

Kondisi keuangan yang dihadapi oleh perusahaan turut mempengaruhi kualitas pendapatan. Termasuk didalamnya adalah pembayaran *fixed-interest* serta risiko keuangan yang berasal dari kewajiban pada *on/off balance sheet*, seperti *unfunded pension liabilities* ataupun *leasing*.

⁵ Gallinger dan Halley, *op.cit.* hlm. 42

⁶ *Ibid*

3. *One-time transactions*

Dalam analisa laporan keuangan perlu diperhatikan transaksi yang termasuk *one-time transactions*. Pengecualian terhadap transaksi ini perlu dilakukan karena tidak mewakili pendapatan perusahaan yang secara berkala terjadi. Transaksi tersebut dapat terlihat pada akun tersendiri seperti akun pendapatan lain-lain yang timbul akibat transaksi seperti penjualan salah satu lini bisnis, ataupun *gains* yang didapat dari restrukturisasi hutang.

4. *Borrowing from the future*

Jumlah pendapatan yang dilaporkan pada laporan keuangan periode ini dapat terkandung sejumlah pendapatan yang bersifat mengurangi pendapatan di masa depan. Hal ini dapat terjadi karena pihak manajemen perusahaan memberikan keyakinan bagi konsumen untuk tetap melakukan pembelian di awal periode karena keuntungan yang ditawarkan oleh perusahaan. Bila hal tersebut terjadi, dapat dikatakan bahwa pendapatan perusahaan memiliki kualitas yang rendah.

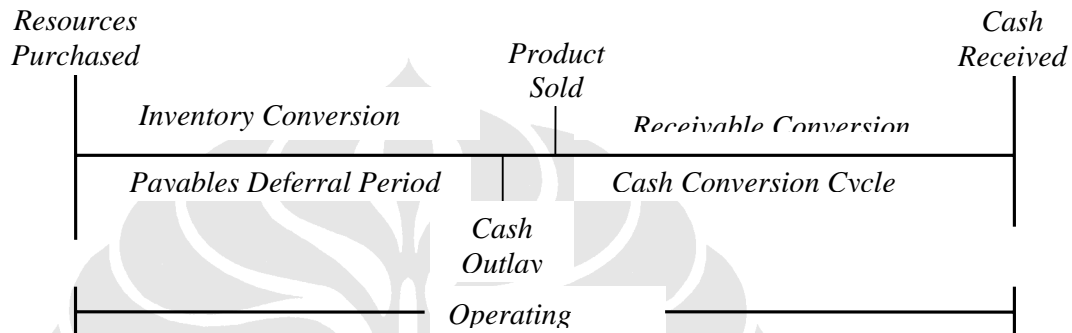
Dengan demikian, penggunaan metode *static view* sebenarnya memiliki kekurangan dalam menggambarkan likuiditas perusahaan yang sesungguhnya. Bila dilihat dari rumus *current ratio* dan *quick ratio*, maka hasil analisa likuiditas yang dihasilkan menggambarkan jumlah aset yang dapat dikonversikan untuk memenuhi kewajiban. Kewajiban lancar akan dipenuhi dengan dana yang berasal dari likuidasi harta lancar menjadi kas dalam operasional perusahaan sekarang⁷. Penggunaan *static view* lebih ditekankan pada kemampuan industri untuk melikuidasi asetnya (*liquidation approach*), bukan pada likuiditas berdasarkan arus kas industri yang sebenarnya terjadi dalam waktu operasi industri. Kemampuan untuk melakukan likuidasi aset seharusnya menjadi strategi manajemen yang terakhir dalam menghadapi masalah gagal bayar.

⁷ Gallinger dan Halley, *op.cit.* hlm. 54

2.3.3 Cash Conversion Cycle

Kas merupakan hasil terakhir yang dihasilkan oleh aktivitas perusahaan. Jika operasional perusahaan berjalan dengan baik, maka perusahaan tidak akan menemui kesulitan dalam perputaran konversi kas seperti yang digambarkan di bawah ini:

2-3. Cash Conversion Cycle



Sumber: Gallinger dan Halley, *Liquidity Analysis and Management*, (Massachusetts, 1987), hlm. 131

Seperti yang telah dikatakan sebelumnya bahwa kemampuan perusahaan untuk melakukan likuidasi aset sebaiknya menjadi strategi manajemen yang terakhir dalam menghadapi masalah gagal bayar. Oleh karenanya, pihak manajemen perusahaan perlu menghindari kondisi *default* dengan menekankan diri pada:

1. Kemampuan perusahaan untuk menutupi kewajibannya dengan arus kas yang terjadi karena investasi pada persediaan dan piutang usaha dalam operasional normal perusahaan.
2. Tingkat sensitivitas arus kas operasional perusahaan yang terjadi terhadap perubahan penjualan dan pendapatan selama krisis ekonomi.

Kedua faktor di atas menunjukkan pentingnya *operating cycle* sebagai elemen yang penting dalam melakukan analisa likuiditas.

Hager (1976), memperkenalkan *cash conversion cycle* (CCC) untuk pertama kalinya yakni dengan memperhitungkan elemen *operating cycle* dalam analisa likuiditas.

Elemen tersebut terdiri dari *account receivables turnover* (ARTO) dan *inventory turnover* (ITO). Kedua perhitungan tersebut dapat memberikan pendekatan likuiditas yang lebih baik daripada perhitungan CR dan QR, karena dapat memberikan gambaran waktu yang dibutuhkan oleh industri dalam siklus operasinya.

Untuk menyempurnakan *operating cycle* sebagai indikator likuiditas, Richards dan Laughlin (1980) kemudian mengemukakan konsep *cash conversion cycle* (CCC). Konsep CCC merupakan pengembangan konsep *operating cycle*, yakni dengan menambahkan elemen arus kas keluar yang disebabkan oleh hutang lancar yang dimiliki industri. Oleh karenanya, pada konsep CCC digunakan perhitungan *payables turnover*. Pengembangan tersebut memungkinkan CCC, sebagai indikator likuiditas, untuk memperhitungkan adanya perbedaan waktu dan jumlah arus kas masuk dan keluar yang terjadi selama waktu operasi.

$$CCC = RCP + ICP - PDP$$

dimana $RCP = \text{Receivables Conversion Period} = 360 / \text{Account Receivable Turnover}$

$ICP = \text{Inventory Conversion Period} = 360 / \text{Inventory Turnover}$

$PDP = \text{Payment Defferal Period} = 360 / \text{Payables Turnover}$

Dengan memasukkan rumus dari ketiga elemen di atas, maka didapat persamaan lain untuk penghitungan CCC.

$$CCC = 360 \left(\frac{A/R}{Sales} \right) + 360 \left(\frac{Inv.}{COGS} \right) - 360 \left(\frac{A/P}{COGS} \right)$$

Karena penggunaan CCC sebagai indikator likuiditas dapat mencerminkan posisi rata-rata likuiditas, maka hasil likuiditas yang diperoleh dapat digunakan untuk mengevaluasi perubahan pada *working capital*. Oleh karenanya dalam waktu yang bersamaan dapat diadakan pengawasan dan kontrol dari komponen *working capital* tersebut.

Dengan demikian, secara keseluruhan, CCC merefleksikan *net time interval* antara pengeluaran kas aktual dari produktivitas sumber daya industri dan penerimaan kas dari penjualan produk. Atau, dengan kata lain CCC menunjukkan periode waktu yang dibutuhkan industri dalam mengkonversi *cash disbursement* menjadi arus kas masuk dalam aktivitas operasi industri normal. Karena kemampuan CCC dalam mencerminkan likuiditas untuk waktu yang riil, maka CCC sebagai indikator likuiditas lebih dikenal sebagai *dynamic view*.

Secara umum, hasil perhitungan CCC yang semakin besar menunjukkan perusahaan memiliki investasi pada *cash* dan *noncash current asset* yang besar dan semakin kecil kemampuan perusahaan untuk membiayai investasi tersebut dengan kewajiban lancar. Richards-Laughlin (1980) menyarankan untuk mengikutsertakan perhitungan CCC sebagai tambahan bagi analisa likuiditas statis. Dari hasil penelitian, mereka menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang positif signifikan antara CCC dan CR-QR.

Penelitian yang serupa dilakukan oleh Nordgren, 1981 (dalam Wang, 2001) yang memperkenalkan analisa perputaran kas berdasarkan harta dan kewajiban yang dimiliki oleh perusahaan. Emery (1984) menjelaskan karakter dari penghitungan likuiditas yang baik dan menghubungkannya dengan likuiditas statis. Bahkan, di penelitiannya tersebut Emery menyarankan satu rasio likuiditas yang baru yakni lambda. Lambda merupakan rasio dari sumber arus kas terhadap arus kas potensial yang menunjukkan bahwa sumber daya perusahaan dapat menutupi potensi kewajiban kas. Semakin tinggi nilai lambda, maka semakin besar likuiditas yang dimiliki perusahaan.

Belt, 1985 (dalam Wang, 2001) menganalisa kecenderungan CCC dan komponennya untuk pasar di Amerika pada periode 1950 – 1983. Hasil penelitian

menunjukkan bahwa perusahaan ritel memiliki CCC yang lebih pendek daripada perusahaan manufaktur. Pada masa resesi, CCC akan meningkat.

Besley-Meyer, 1987 (dalam Wang, 2001) menguji hubungan antara modal kerja dengan CCC, klasifikasi industri perusahaan, dan angka inflasi. Dengan menggunakan *Spearman rank correlation coefficient*, CCC sangat berhubungan dengan rata-rata umur persediaan, dan hubungan terlemah ditunjukkan dengan umur kredit. Kesimpulan yang dapat diambil adalah bahwa kegiatan perusahaan terkait dengan persediaan merupakan komponen terpenting dalam CCC. CCC dan komponennya memiliki nilai yang berbeda antara industri perusahaan, namun tidak mengalami perubahan yang signifikan dari tahun ke tahun. Terakhir, CCC dinyatakan tidak berkorelasi dengan tingkat inflasi.

Kamath, 1989 (dalam Wang, 2001) melakukan pengujian empiris pada hubungan negatif antara CCC dengan CR dan QR. Pengujian juga membuktikan bahwa CR dan QR berkorelasi positif terhadap profitabilitas, serta *net trade cycle* menyediakan informasi yang sama dengan CCC. Kamath juga menyarankan untuk menggunakan CR, QR, dan CCC secara bersamaan untuk menganalisa likuiditas, karena penggunaan ketiga rasio tersebut dapat memberikan informasi yang baik dan juga dapat menyesatkan.

Gentry, Vaidyanathan, dan Lee (1990) mengembangkan konsep *weighted cash conversion cycle* (WCCC). Konsep ini sedikit berbeda dengan CCC karena diterapkan pembobotan pada setiap komponen CCC dan terdapat pembagian persediaan menjadi tiga komponen kembali. WCCC dinyatakan sebagai tolak ukur likuiditas yang lebih baik meskipun menjadi sangat sensitif terhadap besarnya hutang usaha.

Lyrودي-McCarty, 1993 (dalam Wang, 2001) melakukan penelitian terhadap hubungan CCC dengan CR-QR untuk perusahaan US dengan kapitalisasi yang kecil. Mereka menemukan bahwa hubungan antara CCC dengan CR, ICP, dan PDP adalah negatif, sementara itu korelasi positif diperlihatkan oleh CCC terhadap QR dan RCP.

Sementara itu, Moss-Stine (1993) menguji hubungan CCC dengan ukuran perusahaan serta turut menguji hubungan CCC dengan rasio likuiditas lainnya untuk perusahaan ritel. Hasil penelitian mengemukakan bahwa perusahaan ritel yang besar memiliki CCC yang lebih pendek. Hal ini mengindikasikan perusahaan yang lebih kecil untuk mencoba memperbaiki pengelolaan CCC mereka. Korelasi CCC dengan CR-QR dinyatakan signifikan positif, walaupun nilai rasio CR dan QR yang besar diminati namun hal tersebut dapat mendatangkan masalah likuiditas karena investasi yang besar pada modal kerja.

Schilling (1996) kemudian menyarankan penggunaan CCC sebagai indikator likuiditas. Hal ini disebabkan karena keuntungan yang didapatkan dari CCC adalah dapat digunakan untuk mengevaluasi perubahan modal dan karenanya dapat dijadikan fasilitas untuk mengawasi dan mengendalikan komponen CCC.

Hal yang sama turut dikemukakan oleh Gallinger (1997). Penggunaan rasio likuiditas CR dan QR memberikan informasi yang salah karena sesungguhnya kedua rasio tersebut menunjukkan besarnya nilai investasi pada *cash* sehingga kemampuan pembiayaan perusahaan berkurang. Hal ini ditunjukkan oleh CCC dan oleh karenanya Gallinger menyarankan pemakaian CCC sebagai rasio likuiditas yang sebenarnya