

PENILAIAN INVESTASI MODAL KERJA PADA PERUSAHAAN *FINANCIAL UNCONSTRAINTS*

Rika Rahayu

rikarahayu@stiesia.ac.id

Maratus Zahro

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

JIAKu

Jurnal Ilmiah
Akuntansi
dan Keuangan

Abstract

Key word:

*investasi modal
kerja, unfinancially
constraints, value of
firm*

This study identifies the assessment of investasi modal kerja in financial constraints on firm value in Indonesia. The dependent variable in this study is the value of the firm. Several components include independent variables on investasi modal kerja, such as: current income, current cash, current changes in fixed assets, current interest, current net working capital, current dividend payout ratio, next year's income, next year's cash, next year's changes in fixed assets. , the following year's interest, the following year's net working capital, the following year's dividend payout ratio. The control variable in this study is the debt to equity ratio. The sample of this study used trading companies registered in Indonesia. The results of this study are several components of investasi modal kerja in the value of firm, namely; current income and net capital for the following year.

Abstrak

Kata kunci:

investasi modal
kerja, financial
unconstraint, value
of firm

Penelitian ini mengidentifikasi penilaian investasi modal kerja pada perusahaan financial constraints pada value of firm di Indonesia. Variabel dependen pada penelitian ini adalah value of firm. Beberapa komponen yang termasuk variabel independen pada investasi modal kerja, seperti: pendapatan sekarang, kas sekarang, perubahan aset tetap sekarang, bunga sekarang, modal kerja bersih sekarang, dividend payout ratio sekarang, pendapatan tahun berikutnya, kas tahun berikutnya, perubahan aset tetap tahun berikutnya, bunga tahun berikutnya, modal kerja bersih tahun berikutnya, dividend payout ratio tahun berikutnya. Variabel kontrol pada penelitian ini adalah debt to equity ratio. Sampel penelitian ini menggunakan perusahaan-perusahaan dagang yang terdaftar di Indonesia. Hasil penelitian ini adalah beberapa komponen investasi modal kerja pada value of firm yaitu; penghasilan sekarang dan modal bersih tahun berikutnya.

PENDAHULUAN

Pembiayaan kegiatan operasional sehari-hari maupun pembiayaan untuk investasi jangka panjangnya setiap aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan selalu membutuhkan dana. Modal kerja disini merupakan kumpulan dana yang digunakan untuk kelangsungan kegiatan operasional. Investasi pada perusahaan pada aset lancar, seperti kas, aset setara kas, piutang usaha, dan persediaan disebut sebagai modal kerja (Weston dan Brigham, 1994). Modal kerja dianggap penting bagi setiap perusahaan sehingga modal kerja perlu ditelaah lebih lanjut. Menurut Weston dan Brigham (1994), alasan yang dimaksudkan, yaitu; kegiatan operasional sehari-hari tidak dapat dilakukan tanpa modal kerja perusahaan, pengelolaan modal kerja perusahaan dan aktiva lancar pada perusahaan dagang maupun perusahaan jasa pada jumlah yang cukup besar dari total aktiva perusahaan menjadi pemikiran utama bagi para manajer.

Selain itu, efisiensi pengelolaan modal kerja menjadi salah satu tolok ukur ketepatan dalam meminimalkan pembuangan waktu, tenaga dan biaya, sehingga modal kerja tidak dalam taraf kekurangan maupun kelebihan. Perputaran modal kerja melibatkan beberapa elemen modal kerja itu sendiri. Modal kerja dapat dikatakan efisien, apabila semakin cepat tingkat perputarannya, namun modal kerja dalam perusahaan dinyatakan kurang efisien saat perputarannya semakin lambat.

Selain itu, menurut Fazzari *et.al* (1993) investasi dalam modal kerja lebih sensitif terhadap kendala pembiayaan dibandingkan dengan investasi dalam aktiva tetap. Pengoperasian aktivitas perusahaan tidak dipungkiri bahwa arus kas perlu adanya suntikan dana eksternal untuk faktor penunjang. Menurut

Faulkender dan Wang (2006), pengaruh kendala pembiayaan terhadap valuasi saham tunai (*cash holding*), sehingga studi tentang dampak investasi modal kerja terhadap *value of firm* tanpa mempertimbangkan kendala pendanaan mungkin tidak memadai.

Investasi modal kerja yang efisien dalam emerging market memiliki karakteristik yang sedang berkembang. Dalam maksimalisasi pendanaan pada pihak bank dengan segala kondisi kultural tiap-tiap perusahaan serta pengaruh pada keputusan manajemen modal kerja sebagai bentuk investasi untuk mencapai *value of firm* merupakan salah satu ciri suatu negara yang masuk pada *emerging market*.

Namun sebelum melakukan investasi pada kondisi tertentu tak terlepas dari kendala keuangan. Perusahaan yang menghadapi perbedaan biaya modal dari internal dan biaya modal dari sumber pendanaan eksternal maka bisa dikatakan terjadi kendala keuangan (Kaplan dan Zingales, 1997). Berdasarkan rasio keuangan *debt to equity ratio* perusahaan dengan kendala keuangan dan tanpa kendala keuangandapat dikategorikan.

Elemen yang masuk dalam investasi modal kerja, yaitu: pendapatan sekarang, kas sekarang, perubahan aset tetap sekarang, bunga sekarang, modal kerja bersih sekarang, *dividend payout ratio* sekarang, pendapatan tahun berikutnya, kas tahun berikutnya, perubahan aset tetap tahun berikutnya, bunga tahun berikutnya, modal kerja bersih tahun berikutnya, *dividend payout ratio* tahun berikutnya. Elemen-elemen inilah yang nantinya menjadi indikator seberapa besar *value of firm* itu mampu diperoleh perusahaan. Investasi modal kerja yang efisien dalam emerging market memiliki karakteristik yang sedang berkembang. Dalam maksimalisasi pendanaan pada pihak bank dengan segala kondisi kultural perusahaan tersebut hal ini merupakan pengaruh suatu Negara yang termasuk dalam *emerging market* dan untuk mencapai *value of firm* sebaiknya memaksimalkan manajemen modal kerja sebagai bentuk investasi.

Value of firm merupakan hal yang terpenting untuk jangka panjang perusahaan bagi kelangsungan hidup perusahaan, sehingga untuk memaksimalkan nilai maka perusahaan dituntut untuk melakukan *investasi modal kerja* yang efektif agar menghasilkan *value of firm* yang optimal. Namun, tidak semua perusahaan memiliki karakteristik dalam melakukan *investasi modal kerja*. Perusahaan tanpa kendala keuangan merupakan perusahaan yang menjadi pertimbangan dalam melakukan *investasi modal kerja*. Dalam meneliti pengaruh komponen-komponen *investasi modal kerja* yang diwakilkan dengan pendapatan sekarang, kas sekarang, perubahan aset tetap sekarang, bunga sekarang, modal kerja bersih sekarang, *dividend payout ratio* sekarang, pendapatan tahun berikutnya, kas tahun berikutnya, perubahan aset tetap tahun berikutnya, bunga tahun berikutnya, modal kerja bersih tahun berikutnya, *dividend payout ratio* tahun berikutnya. Modal kerja bersih tahun berikutnya, dan DPR tahun berikutnya pada perusahaan tanpa kendala keuangan terhadap *value of firm*. Tujuan dalam penelitian ini berdasarkan pertanyaan penelitian ini adalah mengidentifikasi *investasi modal* pada perusahaan *financial unconstraints*.

Pada latar belakang yang tersebut, maka pertanyaan pada penelitian ini adalah analisis investasi modal kerja pada perusahaan *financial unconstraints*. Tujuan dalam penelitian ini berdasarkan pertanyaan penelitian ini adalah menguji pengaruh working capital.

TINJAUAN TEORITIS

Value of firm

Menurut Ross *et al.*, (2009), memaksimalkan nilai bukan hanya memaksimalkan profit merupakan tujuan suatu perusahaan. Tingkat harga pasar perusahaan di bursa merupakan alat pengukur *value of firm*. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2011), pembagian nilai *free cash flow* (FCF) dan *weighted average cost of capital* atau WACC sebagai pengukur *value of firm*. FCF yang positif pada perusahaan mampu memenuhi aktivitas-aktivitas perusahaan seperti aktivitas operasional, aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Rata-rata modal kerja tertimbang (WACC) merupakan tingkat pendapatan minimum yang disyaratkan bagi pemilik modal atau perusahaan yang dinyatakan pada biaya modal.

Komponen FCF terdiri dari NOPAT (*net operating profit after tax*), *net operating working capital* (NOWC) dan aset tetap. NOPAT (*net operating profit after tax*) merupakan satu komponen FCF, yang menunjukkan bahwa net income pada sebuah perusahaan tidak sepenuhnya menunjukkan efektivitas kinerja operasional perusahaan yang dibuat oleh manajer. Salah satu alat yang paling tepat mewakili

adalah NOPAT yang menunjukkan generalisasi dari profit perusahaan tanpa ada campur tangan komponen hutang dan aset finansial yang digunakan perusahaan.

Komponen yang kedua adalah *net operating working capital* (NOWC) yang mengindikasikan mengenai aset lancar pada perusahaan itu sangatlah penting untuk pemenuhan aktivitas operasional perusahaan. NOWC merupakan hasil pengurangan dari aset lancar pada kegiatan operasional dengan kewajiban lancar pada kegiatan operasional. Kewajiban lancar pada kegiatan operasional merupakan komponen-komponen aset jangka pendek perusahaan seperti; persediaan, piutang dan kas. Sedangkan *operating current liabilities* merupakan segala komponen kewajiban lancar perusahaan yang terdiri dari utang usaha dan akrual. Komponen NOWC pengaruhnya terhadap FCF adalah negatif karena akan mengurangi nilai dari FCF. Komponen yang ketiga adalah aset tetap perusahaan yang menunjukkan depresiasi pada aset tetap suatu perusahaan saat kegiatan operasional perusahaan berlangsung.

Rata-rata modal kerja tertimbang (WACC) menekankan pada dua faktor yaitu biaya modal dari masing-masing sumber dana baik hutang maupun ekuitas dan struktur modal yang dibentuk oleh perusahaan yang menjadi kebutuhan biaya modal. WACC yang tinggi maka *value of firm* akan menurun, sebaliknya WACC yang rendah maka *value of firm* akan meningkat. Komponen pada WACC terdiri dari biaya hutang dan biaya modal.

Biaya hutang menyatakan segala pinjaman jangka panjang yang dibebankan kepada perusahaan namun pelunasan terhadap biaya tersebut lebih dari satu tahun. *Cost of debt* memiliki perhitungan antara beban bunga yang disimbolkan dengan (kd) sebagai beban yang harus di berikan pada kreditor. *Cost of debt* dihitung dengan mengalikan kd dengan beban pajak setiap perusahaan.

Pendapatan yang diharapkan dari investasi saham ditentukan oleh pendapatan investasi bebas risiko dan premi risiko pasar pada biaya modal yang digunakan sebagai pendekatan *capital asset pricing model* (CAPM). Komponen perhitungan biaya modal adalah *risk free rate* yang dinyatakan dengan nilai Sertifikat Bank Indonesia (SBI), *returns market* yang diperoleh dari returns Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan returns saham perusahaan pada setiap tahun serta beta saham yang dinyatakan sebagai pengukur risiko sistematis dari suatu perusahaan terhadap risiko pasar (Jogiyanto, 2013).

Investasi Modal Kerja

Kesempatan investasi sangat mempengaruhi keputusan investasi perusahaan. Hal ini menyebabkan investasi yang dilakukan semakin besar akibat dari semakin besar kesempatan investasi yang menguntungkan. Dalam memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, peluang ini dimanfaatkan oleh manajer. Perusahaan tanpa kendala keuangan lebih mudah mengambil kesempatan investasi saat peluang investasi dinilai menguntungkan. Hal ini menyebabkan perusahaan dapat dengan mudah menyesuaikan finansialnya untuk melakukan investasi yang menunjukkan fleksibilitas finansial yang lebih besar karena perusahaan tanpa kendala keuangan memiliki akses yang lebih mudah untuk terjun ke pasar modal.

Teori Investasi modal kerja

Teori Agensi

Kepengurusan suatu perusahaan pada saat terpisah dari kepemilikannya merupakan suatu permasalahan yang ditimbulkan oleh perusahaan yang disebut dengan teori agensi. Manajer perusahaan sebagai agen dan pemegang saham sebagai *principal* (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam mengambil keputusan bisnis kepada manager (agen) yang merupakan perwakilan dari pemegang saham merupakan wewenang pemegang saham. Agen tidak dapat membuat keputusan bisnis yang sesuai dengan kepentingan *principal* akibat pelaksanaan hubungan kepentingan yang dibuat.

Pengelolaan yang baik dalam *working capital management* yang akan mendorong keputusan investasi jangka pendek yang optimal merupakan salah satu cara untuk mengurangi perbedaan kepentingan dan asimetri informasi. Pada saat pengelolaan investasi jangka pendek optimal cenderung mempengaruhi tingkat kekayaan perusahaan yang meningkat. Saat kekayaan perusahaan meningkat yang diwakilkan dalam profitabilitas secara garis besar maksimalisasi *value of firm*. *Value of firm* yang meningkat tergambar pada price dan pembagian dividen untuk investor perusahaan tersebut.

Pecking Order Theory

Menurut Bodie *et al.*, (2009), teori yang menjelaskan urutan-urutan penggunaan dana perusahaan ingin berinvestasi adalah *Pecking order theory*, likuiditas mempengaruhi perusahaan untuk menggunakan dana internal sebagai keputusan investasi. Kondisi likuiditas perusahaan dapat menunjukkan biaya investasi perusahaan yang dinilai melalui nilai arus kas yaitu laba ditahan yang digunakan. Keputusan investasi perusahaan semakin baik apabila nilai laba ditahan suatu perusahaan semakin besar sehingga likuiditas semakin baik.

Bird in the Hand Theory

Menurut Sudana (2009), kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga saham. Berdasarkan pernyataan sebelumnya, pengaruh positif antara dividen dengan harga saham, harga saham perusahaan yang tinggi diakibatkan oleh semakin tinggi dividen yang dibagikan. Alasan yang mendasari teori ini adalah ketidakpastian yang dihadapi oleh investor apabila periode selanjutnya investor tidak dapat menerima pembagian dividen akibat pengurangan pembagian dividen.

Kendala Keuangan

Dalam melakukan investasi, perusahaan sering kali mengalami keterbatasan keuangan (*financial constraints*) untuk pembiayaan investasinya. Menurut Kaplan dan Zingales (1997), *financial constraints* merupakan perusahaan yang menunjukkan adanya suatu kendala keuangan disebabkan oleh dan kesulitan dalam mengakses dana eksternal perusahaan dan likuiditas keuangan yang kurang baik. Menurut Moyon (2004), kendala keuangan adalah perusahaan yang diidentifikasi sebagai perusahaan yang memiliki nilai *cashflow* yang rendah dan hutang yang relatif tinggi serta memiliki ketidakmampuan membayar dividen.

Hal ini yang menjadikan dengan kendala keuangan mempertimbangkan beberapa unsur terkait dengan alasan di atas yaitu: rasio hutang terhadap ekuitas (D/E ratio). Rasio ini mengindikasikan apabila perusahaan termasuk dalam kendala keuangan memiliki rasio hutang terhadap ekuitas yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan *financial unconstraint*. Pada perusahaan yang termasuk dalam kendala keuangan lebih cenderung menggunakan pendanaan internal dengan menggunakan hutang terhadap ekuitasnya.

Komponen Investasi Modal Kerja

Pendapatan Sekarang dan pendapatan Tahun berikutnya

Dalam laporan keuangan, earnings sekarang dan earnings tahun berikutnya terletak pada laporan rugi atau laba yang dinyatakan dengan perhitungan net income. Pada perusahaan yang termasuk dalam financial constraint dan perusahaan *financial unconstraint* cenderung memperhatikan nilai *earnings* sekarang karena pada kedua kelompok perusahaan lebih berfokus pada peningkatan *earnings* pada waktu dengan memanfaatkan sumber daya yang ada agar *cash flow* tetap berjalan dan menghasilkan nilai positif.

Perubahan Aset Tetap Sekarang dan Perubahan Aset Tetap Tahun Berikutnya

Perubahan aset tetap sekarang merupakan keseluruhan bagian aset dikurangi dengan kas, piutang usaha dan inventori. Nilai aset tetap pada waktu lebih cenderung lebih besar pada perusahaan *financial unconstraint*.

Beban Bunga Sekarang dan Beban Bunga Tahun Berikutnya

Menunjukkan beban bunga yang terletak pada laporan rugi atau laba perusahaan. Pada beban bunga perusahaan akan terlihat seberapa besar menggunakan dana melalui hutang untuk kegiatan operasional, pendanaan atau investasi pada perusahaan tersebut. Semakin tinggi *interest payment* dinyatakan bahwa perusahaan tersebut menghadirkan sinyal positif karena perusahaan sedang tumbuh dan bekerja lebih tinggi untuk masa depan.

Dividend Payout Ratio (DPR) Sekarang dan (DPR) tahun berikutnya

Dividend payout ratio diperoleh dari hasil BAGI antara *dividend per share* (DPS) dan *earnings per share* (EPS). DPR adalah persentase pembayaran laba dalam bentuk dividen kas kepada pemegang saham. Dividen dinilai penting bagi perusahaan karena mengindikasikan kekayaan perusahaan yang

semakin meningkat sehingga kesejahteraan pemegang saham tercermin dari pembagian jumlah dividen yang relatif meningkat.

Kas Sekarang dan Kas Tahun Berikutnya

Kas adalah aset dinyatakan pada analisis finansial maupun akuntansi adalah sebuah nilai (Damodaran, 2002). Kas menunjukkan hasil dari proses *cash inflow* maupun *cash outflow* pada perusahaan. Segala kegiatan seperti: operasional, pendanaan dan investasi yang dilakukan perusahaan hasil akhir yang dihasilkan masuk pada akun kas.

Modal Kerja Bersih (NWC) Sekarang dan NWC Tahun Berikutnya

Modal Kerja Bersih nilai signifikansi perusahaan *financial constraint* lebih besar bila dibandingkan dengan perusahaan *financial unconstraint*. Nilai yang bisa diperkirakan hampir dua kali lipat perbedaan yang diperoleh.

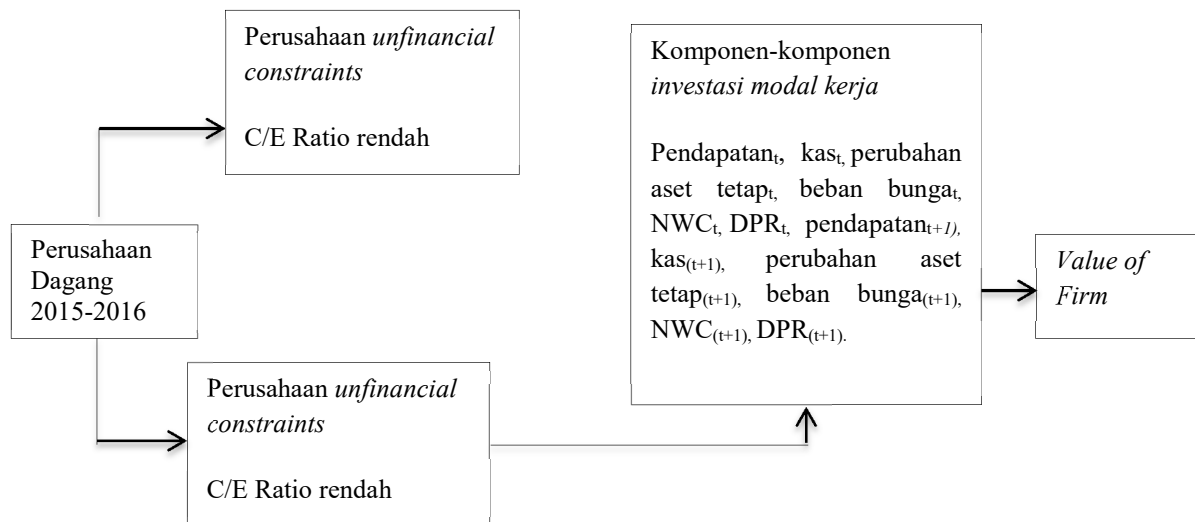
Penelitian sebelumnya

Menurut Wasiuzzaman dan Arumugam (2015), *investasi modal kerja* sangat mempengaruhi nilai suatu perusahaan dan profitabilitas dalam hal ini untuk penilaian jangka panjang perusahaan tidak cukup mewakili. Pada tahun 1999 hingga tahun 2008 analisis data menggunakan regresi *Ordinary Least Square* (OLS) dilakukan Penelitian yang menggunakan data 192 perusahaan yang listing di Bursa Malaysia. Meningkatkan *value of firm* yang disebabkan oleh perusahaan yang mengalami kendala keuangan (*financial constraints*) merupakan hasil yang diperoleh.

Komponen modal kerja terdiri atas; pendapatan sekarang, kas sekarang, perubahan aset tetap sekarang, beban bunga sekarang, modal kerja bersih (NWC) sekarang, *dividend payout ratio* (DPR) sekarang, pendapatan tahun berikutnya, kas tahun berikutnya, perubahan aset tetap tahun berikutnya, beban bunga tahun berikutnya, NWC tahun berikutnya, dan DPR tahun berikutnya.

Hipotesis

H₁: Penilaian investasi modal kerja berpengaruh terhadap *value of firm* pada perusahaan *financial unconstraint*.



Gambar 1 Model

METODOLOGI PENELITIAN

Variabel pada penelitian ini terdiri atas; variabel dependen, variabel kontrol dan variabel independen.

Variabel Dependen

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *value of firm* (V_{firm}) merupakan perbandingan antara *free cashflow* (FCF) dengan rata-rata tertimbang biaya modal.

$$V_{firm} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Keterangan:

V_{firm} = *Value of firm*

FCF = *Free cashflow* tahun t

WACC = Rata-rata tertimbang biaya modal

Perhitungan *free cash flow* (FCF) adalah sebagai berikut:

$$FCF = NOPAT_t - \text{per NOWC}_{t-} - \text{per Fixed asset}_t$$

Keterangan:

FCF = *Free cash flow*

NOPAT $_t$ = *Net operating profit after tax* tahun t

Per NOWC $_t$ = *Delta net operating working capital* pada tahun t

Per fixed asset = *Delta fixed asset* tahun t

$$WACC = w_d \times r_d (1-T) + w_s \times r_s$$

Keterangan:

WACC = Rata-rata tertimbang biaya modal

w_d = Bobot biaya hutang

r_d = Biaya hutang

w_s = Bobot biaya ekuitas

r_s = Biaya ekuitas

T = Pajak

Variabel Independen

Variabel independen terdiri atas:

a. Ear_t dan $Ear_{(t+1)}$ adalah perhitungan log antara *earnings before interest and tax* (EBIT) dikurangi dengan beban bunga dan pajak.

b. Perubahan FA_t adalah perhitungan antara aset tetap pada tahun t dan $t-1$. Dalam perhitungan perubahan FA_{it} adalah sebagai berikut:

$$\text{Per } FA_t = [\text{Fixed Asset}_t - \text{Fixed Asset}_{(t-1)}] / \text{Fixed Asset}_{(t-1)}$$

Keterangan:

Fixed Asset_t = Total aset tetap pada waktu t

$\text{Fixed Asset}_{(t-1)}$ = Total aset tetap pada waktu $t-1$

c. Perubahan FA_{t+1} adalah perhitungan antara aset tetap pada tahun t dan $t+1$. Dalam perhitungan perubahan FA_{t+1} adalah sebagai berikut:

$$\text{Per } FA_{(t+1)} = [\text{Fixed Asset}_{(t+1)} - \text{Fixed Asset}_t] / \text{Fixed Asset}_t$$

Keterangan:

Fixed Asset_t = Total aset tetap waktu t

$\text{Fixed Asset}_{(t+1)}$ = Total aset tetap waktu $t+1$

d. IE_t dan $IE_{(t+1)}$ adalah log beban bunga pada tahun t dan $t+1$.

e. DPR_t dan DPR_{t+1} adalah *dividend payout ratio* pada tahun t dan $t+1$. dalam perhitungan Div_{it} adalah sebagai berikut:

$$Div_{it} = \frac{DPS}{EPS}$$

Keterangan:

DPS = *Dividend per share*

EPS = *Earnings per share*

Dalam menghitung *dividend per share* adalah sebagai berikut:

$$DPS = \frac{\text{Jumlah Dividen}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Dalam menghitung *earnings per share* adalah sebagai berikut:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Earnings After Tax}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

- f. Kas_t dan $\text{Kas}_{(t+1)}$ adalah log jumlah kas dan setara kas tahun t dan tahun $t+1$
- g. NWC_t serta $\text{NWC}_{(t+1)}$ adalah perhitungan antara *operating current asset* dikurangi dengan *operating current liabilities*.

Variabel Kontrol

Variabel Kontrol terdiri atas: 1) Perusahaan *financial constraints*: nilai hutang terhadap modal (D/E ratio) diatas rata-rata. 2) Perusahaan tanpa kendala keuangan: nilai hutang terhadap modal (D/E ratio) dibawah rata-rata.

Objek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dagang yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia sebagai populasi yang digunakan. Rentang waktu yang digunakan dalam penelitian ini dimulai tahun 2015 hingga tahun 2016. Penelitian dilakukan dengan regresi linear berganda dan dilengkapi dengan beberapa uji asumsi klasik yang terdiri atas; uji normalitas, autokorelasi, multikolinearitas, heterokedastisitas.

Sumber Data

Sumber data diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) cabang Surabaya, website. Seluruh data yang digunakan dalam analisis ini diambil dengan menggunakan teknik dokumentasi dengan tipe *time series data* yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia Pengambilan data keuangan dan laporan tahunan mencakup periode 2015-2016 dipandang cukup untuk mewakili kondisi perusahaan.

Metode Analisis

Metode uji beda dan regresi berganda merupakan teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini. Pengujian asumsi klasik dilakukan terlebih dahulu untuk menyaring dan menyesuaikan *outliers* yang ada.

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan variabel yang digunakan dalam penelitian ini untuk dapat mengetahui gambaran data yang dianalisis. Statistik deskriptif menyajikan ukuran numerik seperti nilai maksimum, minimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi.

Asumsi Klasik

Model regresi yang digunakan harus memenuhi standart regresi klasik dimana terdapat asumsi-asumsi yang harus dipenuhi sebagai berikut:

1. Uji Normalitas

Dalam uji t dan F diasumsikan bahwa r_{seidual} mengikuti distribusi normal. Untuk mengetahui apakah residual model penelitian dikatakan terdistribusi normal (model regresi memenuhi asumsi normalitas), dapat dilihat dari hasil one- sample Kolmogorov-Smirnov test. Uji Kolmogorov-Smirnov (K-S).

2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas dapat dilakukan dengan mendeteksi nilai R - square dan signifikansi dari variabel yang digunakan. Multikolinieritas dapat diketahui melalui identifikasi statistik dengan melihat nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Besaran nilai *tolerance* $> 0,10$ dan nilai $\text{VIF} < 10$, maka dapat dikatakan variabel bebas tidak mengalami gejala multikolinearitas.

3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$. Suatu model regresi dikatakan terjadi autokorelasi jika terjadi korelasi antara kesalahan pengganggu. Model regresi yang mengalami gejala autokorelasi memiliki *standard error* yang sangat besar sehingga model regresi kemungkinan besar tidak signifikan. Hal tersebut dapat dibuktikan dengan cara melihat besaran Durbin-Watson.

4. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas menunjukkan bahwa varians dari setiap *error* bersifat heterogen yang berarti melanggar asumsi klasik yang mengisyaratkan bahwa varians dari *error* harus bersifat homogen.

Teknik Analisis

Model penelitian untuk kelompok perusahaan dengan kendala keuangan maupun perusahaan tanpa kendala keuangan merupakan modifikasi dari model valuasi kas yang dikemukakan oleh Pinkowitz et al., (2006) dan dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = a_0 + \beta_1 Earst + \beta_2 Ct + \beta_3 Per FAT_t + \beta_4 IEt + \beta_5 NWCt + \beta_6 DPRt + \beta_7 Ears(t+1) + \beta_8 C(t+1) + \beta_9 Per FA(t+1) + \beta_{10} IE(t+1) + \beta_{11} NWC(t+1) + \beta_{12} DPR(t+1) + \varepsilon$$

Keterangan:

- Y = *Value of firm*
- a0 = Konstanta
- Earst = Pendapatan perusahaan tahun t
- Ct = Jumlah kas tahun t
- Per FAT = *Delta* aset tetap perusahaan tahun t
- IEt = Beban bunga perusahaan tahun t
- NWCt = *Net operating working capital* tahun t
- DPRt = *Dividen payout ratio* tahun t
- Earst+1 = *Delta* pendapatan perusahaan tahun t
- Ct+1 = Jumlah kas tahun t+1
- Per FAT+1 = *Delta* aset tetap perusahaan tahun t+1
- Et+1 = *Delta* Beban bunga perusahaan tahun t
- NWCt+1 = *Net operating working capital* tahun t+1
- DPRt+1 = *Dividen payout ratio* tahun t+1
- ε = Error

Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan dengan uji signifikansi variabel independen pada kedua kelompok perusahaan terhadap variabel dependen dengan menggunakan uji-f maupun uji-t.

1. Uji statistik F (pengujian kelayakan model)

Dalam penelitian ini, statistik uji F dilakukan untuk mengidentifikasi model regresi layak untuk digunakan dalam penelitian ini. Level of significant 5%, maka kriteria pengujian adalah sebagai berikut:

a) *Level of significant* $f < 0.05$, maka H_0 ditolak, artinya model dapat digunakan. b) *Level of Significant* $f > 0.05$, maka H_0 diterima, artinya model tidak dapat digunakan.

2. Uji statistik t (pengujian hipotesis)

Dalam penelitian ini, uji statistik t (pengujian hipotesis) dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan mengukur nilai signifikansi. Hal ini menyatakan bahwa individual variabel independen mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen dengan tingkat signifikansi 5%.

Hasil

Objek data penelitian ini menggunakan data sektor industri perusahaan dagang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Berikut tabel 1 yang menjelaskan mengenai pemilihan jumlah sampel:

Tabel 1
Pemilihan Sampel

| | |
|--|----|
| Jumlah perusahaan sektor industri dagang yang terdaftar | 30 |
| Perusahaan sektor industri yang memiliki nilai hutang terhadap ekuitas tinggi. | 9 |
| Jumlah yang dijadikan sampel | 21 |

Sumber: Data Diolah

Perusahaan sektor industri manufaktur berjumlah 30 perusahaan yang memiliki laporan keuangan pada tahun 2015 dan 2016. Sebanyak 9 perusahaan dikeluarkan dari sampel karena termasuk pada kelompok *financial constraints*, sehingga penelitian ini menggunakan 21 perusahaan sebagai sampel. Langkah awal yang dilakukan adalah menghitung nilai *debt to equity ratio* menggunakan rumus total hutang dibagi dengan total ekuitas, sehingga data yang diperoleh seperti terdapat pada tabel 2.

Tabel 2
Data Perusahaan

| | |
|--|----|
| Perusahaan <i>financial constraint</i> | 9 |
| Perusahaan <i>financial unconstraint</i> | 21 |
| Jumlah perusahaan | 30 |

Sumber: Data Diolah

Dari hasil di atas diperoleh data yang termasuk pada kelompok perusahaan dengan kendala keuangan berjumlah 9 perusahaan rata-rata diatas 2,07 dari rata-rata secara keseluruhan perusahaan, sedangkan yang termasuk pada kelompok perusahaan tanpa kendala keuangan berjumlah 21 perusahaan memiliki rata-rata dibawah 2,07 dari rata-rata keseluruhan perusahaan.

Tabel 3
Statistik deskriptif

| Variabel | Mean | Std. Deviation |
|---------------------------------------|--------|----------------|
| $Earnings_t$ | 0.240 | 0.422 |
| Kas_t | 1.568 | 1.135 |
| Perubahan aset tetap _t | 0.204 | 0.417 |
| Beban bunga _t | 8.117 | 4.112 |
| NWC_t | 0.330 | 0.260 |
| DPR_t | 0.155 | 0.228 |
| $Earnings_{(t+1)}$ | 0.064 | 0.209 |
| $Kas_{(t+1)}$ | 1.577 | 1.039 |
| Perubahan aset tetap _(t+1) | -0.050 | 0.256 |
| Beban bunga _(t+1) | 8.911 | 3.282 |
| $NWC_{(t+1)}$ | 0.0963 | 0.696 |
| $DPR_{(t+1)}$ | 0.687 | 2.893 |
| Y | 0.728 | 2.133 |

Sumber: Hasil Olah SPSS

Dari hasil statistik deskriptif pada tabel 3 dapat diperoleh variabel *earningst* nilai rata-rata perusahaan tanpa kendala keuangan sebesar 0.240. Standar deviasi atau simpangan baku pada *earningst* memperlihatkan nilai positif sebesar perusahaan tanpa kendala keuangan yaitu 0.422. Variabel kas_t nilai rata-rata perusahaan tanpa kendala keuangan yaitu sebesar 1,568. Standar deviasi atau simpangan baku memperlihatkan nilai positif dengan perusahaan tanpa kendala keuangan yaitu sebesar 1,135.

Dari hasil tabel 3 variabel perubahan aset tetap perusahaan tanpa kendala keuangan memiliki nilai mean yaitu 20,4%. Hal ini mengindikasikan bahwa pengelolaan aset tetap pada tahun t perusahaan mampu mengelola aset tetap yang berdampak pada *value of firm* sebesar 20,4%. Namun pada variabel perubahan aset tetap_(t+1) perusahaan tanpa kendala keuangan memiliki nilai *mean* bernilai negatif.

Variabel beban bunga_t dan beban bunga_(t+1) memiliki nilai *mean* paling tinggi yaitu perusahaan kelompok tanpa kendala keuangan yaitu pada tahun t sebesar 8,117 milyar rupiah dari keseluruhan aset yang dimiliki dan pada tahun t+1 sebesar 8,911 milyar rupiah. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan tanpa kendala keuangan sebagian besar melakukan *interest payment* baik di tahun t maupun tahun t+1.

Variabel NWC_t dan $NWC_{(t+1)}$ memiliki nilai *mean* paling tinggi yaitu perusahaan kelompok tanpa kendala keuangan yaitu pada tahun t sebesar 33% milyar rupiah dari keseluruhan aset yang dimiliki dan pada tahun t+1 sebesar 9,6%. Hal ini mengungkapkan bahwa perusahaan tanpa kendala keuangan mampu menghasilkan net *working capital* baik di tahun t lebih besar daripada tahun t+1.

Variabel DPR_t memiliki nilai *mean* paling tinggi yaitu perusahaan kelompok tanpa kendala keuangan yaitu pada tahun t sebesar 15,5%. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan tanpa kendala keuangan mampu menghasilkan *dividen payout ratio* di tahun t kelompok perusahaan ini mampu memberikan jumlah dividen tunai sebesar 15,5% apabila dibandingkan dengan tahun t+1 mampu memberikan jumlah dividen tunai sebesar 68,7%.

Dari hasil statistik deskriptif dapat disimpulkan bahwa perusahaan tanpa kendala keuangan memiliki nilai rata-rata pada value of the firm sebesar 72,8%. Hal ini mengindikasikan perusahaan sektor industri dagang khususnya untuk kelompok perusahaan tanpa kendala keuangan memiliki sensitivitas pada komponen-komponen investasi modal kerja untuk meningkatkan value of firm.

Uji Asumsi Klasik
Normalitas

Uji Kolmogorov-Smirnov terhadap data residual dari persamaan regresi merupakan uji normalitas pada penelitian ini. Pada kelompok perusahaan tanpa kendala keuangan menunjukkan probabilitas (signifikansi) pengujian sebesar 0,385. Signifikansi probabilitas yang lebih dari 0,05 menunjukkan data telah terdistribusi dengan normal. Hasil dari uji normalitas disajikan pada tabel 4.

Tabel 4
Uji Normalitas Data

| | |
|-------------------------------|-------|
| <i>Kolmogorov-Smirnov Z</i> | 0.906 |
| <i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i> | 0.385 |
| N | 21 |

Sumber: Hasil Olah SPSS

Autokorelasi

Uji autokorelasi pada penelitian ini menggunakan nilai Durbin-Watson (DW) untuk kelompok perusahaan dengan kendala keuangan dan kelompok perusahaan tanpa kendala keuangan. Berdasarkan uji autokorelasi (tabel 5), diperoleh DW hitung sebesar 2,309 sedangkan dalam tabel DW (k=12) dan (n=21) besarnya $d_l=0,240$; $d_u=3,141$; $4-d_l=3,760$ dan $4-d_u=0,859$. Dari hasil tabel nilai DW berada antara $4-d_u$ dan $4-d_l$ sehingga disimpulkan tidak ada autorelasi negatif dan DW antara d_l dan d_u . Hasil Durbin-Watson terdapat pada tabel 5.

Tabel 5
Uji Autokorelasi Perusahaan dengan Kendala Keuangan

| DL | DW | DU | 4-DL | 4-DU |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 0.240 | 2.309 | 3.141 | 3.760 | 0,859 |

Sumber: Hasil Olah SPSS

Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dapat dilihat melalui TOL (*tolerance*) dan nilai VIF (*variance inflation factor*) pada masing-masing variabel independen atau bebas suatu model regresi. Hasil pengujian kelompok perusahaan dengan kendala keuangan untuk uji multikolinearitas pada tabel 6.

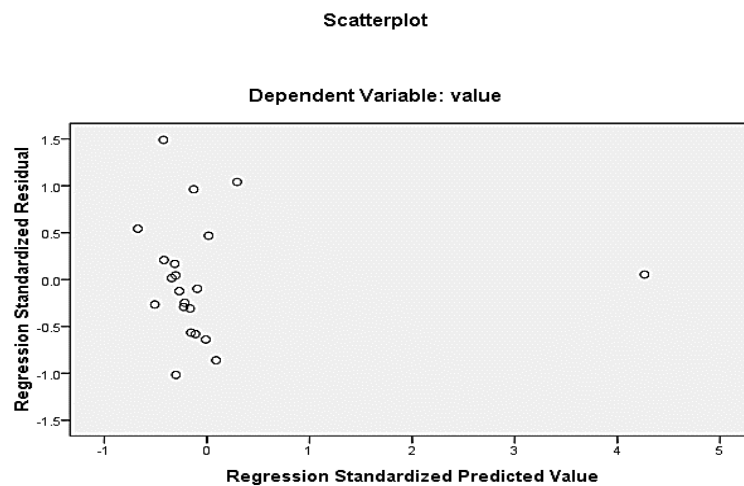
Tabel 6
Uji Multikolinearitas Perusahaan tanpa Kendala Keuangan

| Variabel | TOL | VIF | Keterangan |
|---------------------------------------|-------|-------|---------------------|
| $Earnings_t$ | 0.391 | 2.555 | Tidak Multikolinier |
| Kas_t | 0.131 | 5.637 | Tidak Multikolinier |
| Perubahan aset tetap _t | 0.279 | 3.586 | Tidak Multikolinier |
| Beban bunga _t | 0.186 | 5.371 | Tidak Multikolinier |
| NWC_t | 0.273 | 3.668 | Tidak Multikolinier |
| DPR_t | 0.444 | 2.254 | Tidak Multikolinier |
| $Earnings_{(t+1)}$ | 0.055 | 1.166 | Tidak Multikolinier |
| $Kas_{(t+1)}$ | 0.157 | 6.351 | Tidak Multikolinier |
| Perubahan aset tetap _(t+1) | 0.083 | 2.069 | Tidak Multikolinier |
| Beban bunga _(t+1) | 0.170 | 5.891 | Tidak Multikolinier |
| $NWC_{(t+1)}$ | 0.078 | 2.793 | Tidak Multikolinier |
| $DPR_{(t+1)}$ | 0.805 | 1.241 | Tidak Multikolinier |

Sumber: Hasil Olah SPSS

Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bisa dilihat dari scatterplot pada gambar 2.



Gambar 2
Uji Heterokedastisitas

Sumber: Hasil Olah SPSS

Uji Goodness of Fit Model (Adjusted R square)

Dari pengolahan regresi berganda tabel 7, maka koefisien determinasi *adjusted R²* yang diperoleh adalah 0,981, artinya bahwa seluruh variabel-variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen yaitu *value of firm* sebesar 98,1%, sedangkan sisanya 1,9% (100% - 98,1% = 1,9%) merupakan faktor-faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model penelitian ini.

Tabel 7
Adjusted R square Perusahaan Tanpa Kendala Keuangan

| Variabel Dependen | R Square | Adjusted R Square |
|-------------------|----------|-------------------|
| <i>V firm</i> | 0.991 | 0.981 |

Sumber: Hasil Olah SPSS

Uji Statistik F (Pengujian Kelayakan Model)

Dari hasil regresi tabel 8 diperoleh tingkat signifikan lebih kecil dari 0,05 maka dapat dikatakan bahwa bahwa model regresi dinyatakan layak.

Tabel 8
Uji Goodness Of Fit Model Perusahaan Tanpa Kendala

| | F | Sig |
|-------------------|--------|--------------------|
| <i>Regression</i> | 34.911 | 0.000 ^a |

Sumber: Hasil Olah SPSS

Uji Statistik t (Pengujian Hipotesis)

Pengujian koefisien regresi dilakukan pengujian hipotesis untuk melihat signifikansi dari pengaruh masing-masing variabel independen yaitu pendapatan sekarang, kas sekarang, perubahan aset tetap sekarang, beban bunga sekarang, *net working capital* (NWC) sekarang, *dividend payout ratio* (DPR) sekarang, *earnings* tahun berikutnya, kas tahun berikutnya, perubahan aset tetap tahun berikutnya, beban bunga tahun berikutnya, NWC tahun berikutnya, dan DPR tahun berikutnya terhadap variabel dependennya yaitu *value of firm* pada perusahaan dengan kendala keuangan disajikan pada tabel 9.

Tabel 9
Value of firm perusahaan tanpa kendala keuangan

| Variable | B | t | Sig |
|---------------------------------------|--------|--------|-------|
| (Constant) | -0.128 | -0.050 | 0.962 |
| Pendapatan _t | 1.762 | 3.005 | 0.017 |
| Kas _t | -0.136 | -0.541 | 0.603 |
| Perubahan aset tetap _t | -0.259 | -0.552 | 0.596 |
| Beban bunga _t | -0.024 | -0.419 | 0.686 |
| NWC _t | 0.538 | 0.708 | 0.499 |
| DPR _t | 0.468 | 0.691 | 0.509 |
| <i>Earnings</i> _(t+1) | 0.923 | 0.439 | 0.672 |
| Kas _(t+1) | 0.264 | 1.055 | 0.322 |
| Perubahan aset tetap _(t+1) | -1.866 | -1.335 | 0.219 |
| Beban bunga _(t+1) | -0.087 | -1.146 | 0.285 |
| NWC _(t+1) | -1.786 | -3.368 | 0.010 |
| DPR _(t+1) | 0.024 | 0.615 | 0.555 |

Sumber: Hasil Olah SPSS

Dari pengujian t-test pada tabel 9 terlihat bahwa sebesar -0.128 menyatakan apabila variabel independen dianggap konstan, maka rata-rata *value of firm* perusahaan *financial unconstraints* sebesar 0.128 milyar rupiah. Komponen-komponen pada kelompok perusahaan tanpa kendala keuangan yang berpengaruh signifikan adalah *earnings*_t, NWC_{t+1}, persamaan regresi pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$V_{firm} = -0.128 + 1.762 Ears_t - 0.136 C_t - 0.259 per FA_t - 0.024 IE_t + 0.538 NWC_t + 0.468 DPR_t + 0.923 Ears_{(t+1)} + 0.264 C_{(t+1)} - 1.866 per FA_{(t+1)} - 0.087 IE_{(t+1)} - 1.786 NWC_{(t+1)} + 0.024 DPR_{(t+1)}$$

NWC_(t+1) berpengaruh terhadap *value of firm*. Hal ini mengindikasikan perusahaan memiliki kemampuan dalam menghasilkan likuiditas yang baik melalui peningkatan nilai *current cash flow* sehingga investor mampu melihat kinerja perusahaan dengan kendala keuangan semakin baik.

*Earnings*_t perusahaan lebih sensitif terhadap *value of firm* dengan memanfaatkan sumber daya yang optimal karena komponen tersebut berpengaruh terhadap *value of firm*. Hal ini juga membuktikan bahwa pada peningkatan pendapatan mampu meningkatkan *value of firm* karena akses perusahaan ke pasar

modal dalam memperoleh sumber dana lebih mudah bila dibandingkan dengan perusahaan dengan kendala keuangan

Pembahasan

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan komponen-komponen investasi modal kerja berpengaruh terhadap *value of firm* pada perusahaan *unfinancial constraints*. *Earnings* perusahaan lebih sensitif terhadap *value of firm* dengan memanfaatkan sumber daya yang optimal karena komponen tersebut berpengaruh terhadap *value of firm*. Hal ini juga membuktikan bahwa pada peningkatan *earnings* mampu meningkatkan *value of firm* karena akses perusahaan ke pasar modal dalam memperoleh sumber dana lebih mudah bila dibandingkan dengan perusahaan dengan kendala keuangan, perusahaan tanpa kendala keuangan mampu menunjukkan kualitas *value of firm* melalui harga saham.

Beban bungat dan beban bunga_(t+1) tidak berpengaruh terhadap kedua kelompok perusahaan. Namun pada kelompok tanpa kendala keuangan, beban bungat memiliki pengaruh positif yang cukup besar. Hal ini mengindikasikan bahwa komponen *investasi modal kerja* pada beban bungat lebih sensitif terhadap perusahaan. Perusahaan cukup berfokus pada proses bisnis saat ini dengan pendanaan yang membutuhkan *interest payment* pada waktu *t*.

$NWC_{(t+1)}$ berpengaruh terhadap *value of firm*. Hal ini mengindikasikan perusahaan harus memiliki kemampuan dalam menghasilkan likuiditas yang baik melalui peningkatan nilai *current cash flow* sehingga investor mampu melihat kinerja perusahaan dengan kendala keuangan semakin baik. $NWC_{(t+1)}$ dianggap penting bagi perusahaan karena setiap aktivitas atau proyek pada suatu perusahaan membutuhkan *investasi modal kerja* sebagai tambahan atas investasi pada aset tetap. Menyediakan modal kerja saat investasi awal akan menambah *cash inflow* saat aktivitas atau proyek itu berakhir. Hal ini juga mengindikasikan perusahaan tanpa kendala keuangan memiliki alasan mengenai pembagian jumlah dividen yang harus dibagikan pada investor, sehingga pada perusahaan ini cenderung mengurangi *free cash flow* untuk tujuan tersebut. Alasan inilah yang menyebabkan kelompok perusahaan ini tetap harus mencapai nilai *free cash flow* yang optimal

Komponen DPR_t dan $DPR_{(t+1)}$ tidak berpengaruh terhadap *value of firm*. Pada komponen DPR_t kedua kelompok perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap *value of firm* karena pada awal perusahaan membagikan dividen menunjukkan signal positif bagi investor yang menunjukkan peningkatan *value of firm*. $DPR_{(t+1)}$ berpengaruh positif terhadap kedua perusahaan tetapi pengaruh terkecil terletak pada perusahaan tanpa kendala keuangan karena sesuai dengan teori *bird in the hand* yang mengatakan pembagian dividen berpengaruh positif terhadap harga saham dan pembagian dividen juga dapat mengurangi ketidakpastian investor tidak menerima dividen disuatu hari nanti. Dividen merupakan komponen yang menjadi cerminan *value of firm* karena perusahaan tanpa kendala keuangan memiliki akses yang lebih mudah dalam pendanaan dan dinyatakan paling aman, maka perusahaan ini diharapkan akan melakukan pembayaran dividen lebih tinggi. Dalam hal ini pengaruh negatif terhadap *value of firm* pada kelompok tanpa kendala keuangan tidak terlalu besar dibandingkan dengan kendala keuangan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan diatas, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Pendapatan sekarang merupakan komponen investasi modal kerja yang berpengaruh terhadap *value of firms* pada perusahaan *financial unconstraint*.
2. *Net working capital* tahun berikutnya berpengaruh terhadap *value of firms* tanpa kendala keuangan tidak berpengaruh.
3. *Dividend payout ratio* pada kedua kelompok perusahaan tanpa kendala keuangan tidak berpengaruh terhadap *value of firm*.
4. Komponen-komponen investasi modal kerja terhadap *value of firm* pada perusahaan *financial constraints* dan perusahaan *financial unconstraint* di sektor industri dagang merupakan komponen pendapatan saat ini modal kerja bersih tahun berikutnya berpengaruh terhadap *value of firm* pada kelompok perusahaan *financial unconstraint*.

Investor dapat mempertimbangkan objek investasi dengan prospek perusahaan yang memiliki *value of firm* semakin meningkat. Hal ini mengindikasikan pengelolaan aktivitas operasional, investasi maupun pendanaan yang optimal. Perusahaan dengan kendala keuangan tidak sepenuhnya dianggap menjadi perusahaan yang kurang optimal, tetapi perusahaan dengan kendala keuangan merupakan perusahaan pada kondisi tumbuh dan komponen yang disebutkan diatas bisa menjadi bahan pertimbangan untuk memilih perusahaan pada kelompok dengan kendala keuangan yang memiliki masa depan baik

Saran

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain: (1) tidak semua data perusahaan dagang dijadikan sampel pada penelitian ini karena keterbatasan laporan keuangan; (2) data yang digunakan hanya dua tahun berjalan yaitu antara tahun 2015-2016 dan tidak dapat memberikan proyeksi kondisi ekonomi di Indonesia yang selalu berubah-ubah; (3) Kekurangan pada penelitian ini diantaranya; laba, struktur modal, ketidakpastian lingkungan, struktur organisasi dan budaya organisasi yang diperkirakan memiliki pengaruh terhadap penentuan *value of firm* pada dua kelompok perusahaan baik *financial constraint* maupun *financial unconstraint*. Dari keterbatasan tersebut, maka saran untuk penelitian selanjutnya adalah:

1. Sebaiknya mempertimbangan sektor industri lain kemungkinan memiliki karakteristik yang berbeda terutama di Negara Indonesia yang berbeda pada komponen-komponen investasi modal kerja saat dilakukan pemecahan kelompok perusahaan yaitu; *financial constraint* dan *financial unconstraint* yang berpengaruh terhadap *value of firm*.
2. Penambahan komponen-komponen lain yang terkait kondisi eksternal maupun internal perusahaan seperti: laba, struktur modal, kebijakan dividen, struktur organisasi, teknologi informatika dan budaya organisasi.
3. Penambahan periode waktu lebih dari lima tahun untuk memproyeksikan kondisi ekonomi secara keseluruhan yang mempengaruhi kondisi perusahaan

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, F. E., dan M. C. Ehrhardt. 2011. *Financial Management: Theory and Practical*. 13th edition. Cengage Learning. South-Western.
- Bodie, Z., K. Alex, dan A. J. Marcus. 2009. *Investment*. 6th edition. Mc-Graw Hill. New York.
- Damodaran, A. 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2nd Edition. Wiley Finance. New York.
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi Keempat. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Jensen, M. C. dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Firkancial Economics*: 305-360.
- Jogianto, H. M. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua. BPFE. Yogyakarta.
- Kaplan, S. N. dan L. Zingales. 1997. Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow. *Quarterly Journal of Economics* 112: 169-215.
- Kieschnick, R., M. Laplante, dan R. Moussawi. 2013. Working Capital Management and Shareholder's Wealth. *Review of Finance* 17(5): 1827-1852.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield dan B. O. Jordan. 2009. *Fundamentals of Corporate Finance*. 8th edition. Mc-Graw Hill. New York.
- Sudana, I. M. 2009. *Manajemen Keuangan Teori dan Praktek*. Pusat Penerbitan dan Pencetakan Unair. Surabaya.
- Tandelilin, E. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. BPFE Yogyakarta. Yogyakarta.
- Wasiuzzaman, S. 2015. Working Capital and Firm Value in an Emerging Market. *International Journal of Managerial Finance* 11: 60-79.