

Pengaruh Pengelolaan Modal Kerja Terhadap Kinerja Perusahaan Jasa Konstruksi PT Waskita Karya (Persero) Tbk

Rudy H.S. Pardede¹, Hermanto Siregar², Trias Andati³

^{1,2,3}School of Bussiness IPB University

rhspardede@gmail.com, akademiksb@apps.ipb.ac.id, akademiksb@apps.ipb.ac.id

*Corresponding Author

Diajukan : 31 Januari 2025

Disetujui : 6 Maret 2025

Dipublikasikan : 10 April 2025

ABSTRACT

Penelitian ini mengkaji pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja PT Waskita Karya (Persero) Tbk. (WSKT), salah satu perusahaan jasa konstruksi terbesar di Indonesia yang telah berkecimpung dalam investasi jalan tol sejak tahun 2015. Peningkatan utang yang tidak proporsional terhadap pendapatan serta arus kas yang negatif dan penurunan ekuitas mengindikasikan adanya tekanan dalam mengelola biaya dan pendapatan. Penelitian ini menganalisis hubungan antara kebijakan modal kerja, manajemen modal kerja, dan kinerja perusahaan yang diukur dengan Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), dan Tobin's Q. Data diambil dari laporan keuangan triwulanan periode tahun 2013 sampai dengan triwulan 1 tahun 2024. Metode penelitian melibatkan analisis regresi linier berganda dan evaluasi variabel-variabel seperti Average Collection Period (ACP), Average Payment Period (APP), Inventory Conversion Period (ICP), dan Cash Conversion Cycle (CCC). Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajemen modal kerja berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. ACP, APP, ICP, dan CCC berpengaruh signifikan terhadap ROA, ROE, dan Tobin's Q. Kebijakan investasi agresif (AIP) dan kebijakan pembiayaan agresif (AFP) juga ditemukan memengaruhi kinerja perusahaan. Penelitian ini berdampak signifikan terhadap dunia industri, yaitu optimalisasi pengelolaan modal kerja, peningkatan profitabilitas dan efisiensi operasional, mitigasi risiko keuangan, strategi pendanaan dan investasi. Penelitian ini juga berdampak pada dunia akademis, yaitu kontribusi terhadap literatur pengelolaan keuangan di sektor konstruksi, studi kasus spesifik di sektor konstruksi.

Keywords: Manajemen Modal Kerja, Investasi Jalan Tol, Kebijakan Investasi Agresif (AIP), Kebijakan Pembiayaan Agresif (AFP)

PENDAHULUAN

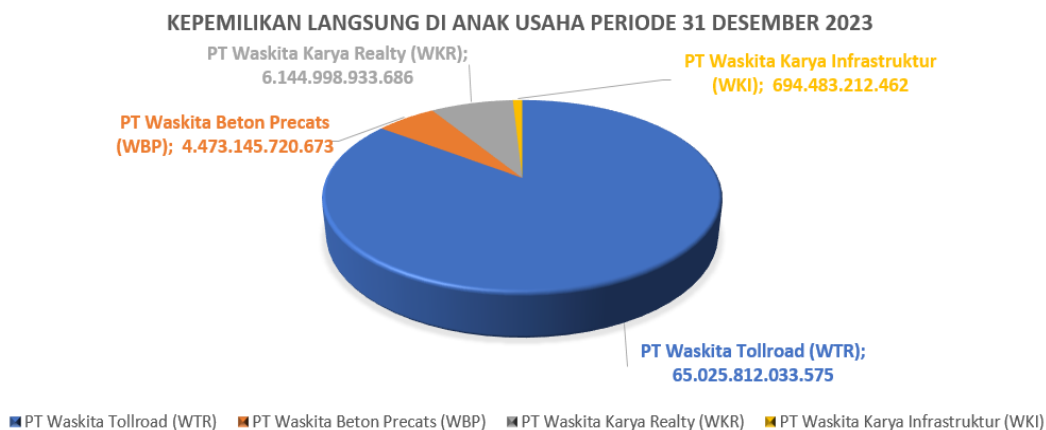
PT Waskita Karya (Persero) Tbk. (WSKT) merupakan salah satu perusahaan jasa konstruksi terbesar di Indonesia yang berperan penting dalam pembangunan infrastruktur (Waskita Karya, 2023). Sektor jasa konstruksi menjadi tulang punggung pembangunan infrastruktur di Indonesia (Muftiadi, 2019) sehingga efisiensi dalam pelaksanaan konstruksi menjadi hal yang penting dalam pelaksanaan pembangunan. Sebagai perusahaan jasa konstruksi, pengelolaan modal kerja yang efisien sangat penting bagi WSKT, mengingat bisnis konstruksi dan investasi di jalan tol memerlukan modal besar serta memiliki siklus operasional yang panjang dan kompleks. Ketidakefisienan dalam pengelolaan modal kerja dapat menurunkan peringkat kredit, menyebabkan likuidasi aset, dan bahkan kebangkrutan. Sejak memasuki industri jalan tol sebagai investor pada tahun 2015, WSKT mengalami peningkatan hutang yang tidak sebanding dengan peningkatan pendapatan, arus kas negatif, dan penurunan ekuitas. Indikasi ini menunjukkan bahwa perusahaan mengalami tekanan dalam pengelolaan biaya pengeluaran dengan pendapatan yang diterima.

Ibbar (2022) mengungkapkan bahwa perputaran modal kerja berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap profitabilitas pada WSKT. Hal ini berarti bahwa meskipun terdapat hubungan positif, perputaran modal kerja tidak memberikan kontribusi signifikan terhadap pencapaian profitabilitas perusahaan.

Namun, penting untuk dicatat bahwa peningkatan hutang yang tidak diimbangi dengan peningkatan pendapatan dapat menyebabkan tekanan finansial, seperti yang dialami oleh WSKT. Oleh karena itu, pengelolaan modal kerja dan struktur modal yang hati-hati sangat diperlukan untuk menjaga stabilitas keuangan dan kinerja perusahaan.

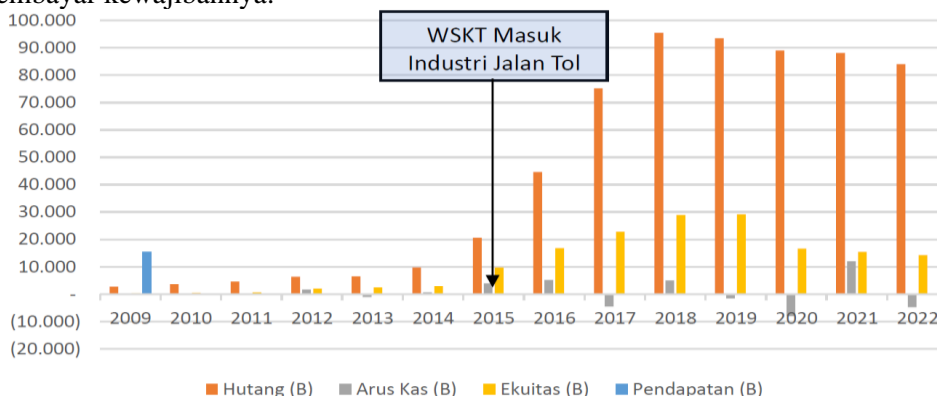
Liabilitas lancar dan aktiva lancar WSKT meningkat sejak 2015, seperti yang ditunjukkan pada Gambar 2. Peningkatan ini tidak sebanding dengan modal kerja WSKT, pada tahun 2020 modal kerja Perusahaan negatif, yang membuatnya tidak dapat membayar kewajibannya.

Sampai dengan tahun 2023 aset jalan tol WSKT terus bertumbuh sehingga menjadi sebesar 65 triliun atau sebesar 68% dari total asset perusahaan sebagaimana Gambar 1. Peningkatan aset WSKT khususnya di industri jalan tol ternyata tidak mendorong peningkatan pendapatan perusahaan dalam periode jangka pendek sebagaimana ditunjukkan pada gambar 2.



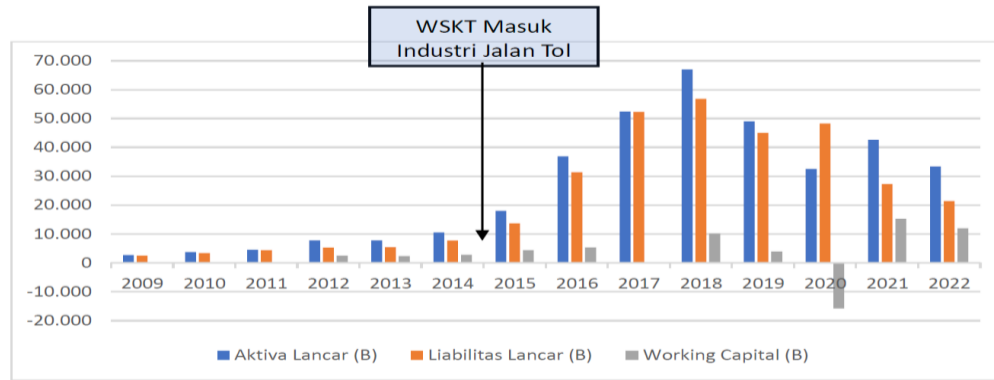
Gambar 1: Diagram yang menunjukkan total asset WSKT di jalan tol

Keberadaan asset jalan tol yang besar didorong oleh peningkatan liabilitas lancar dan aktiva lancar WSKT sejak 2015, seperti yang ditunjukkan pada Gambar 3 hal ini tidak sebanding dengan modal kerja WSKT. Pada tahun 2020, modal kerja perusahaan yang negatif membuat WSKT tidak dapat membayar kewajibannya.



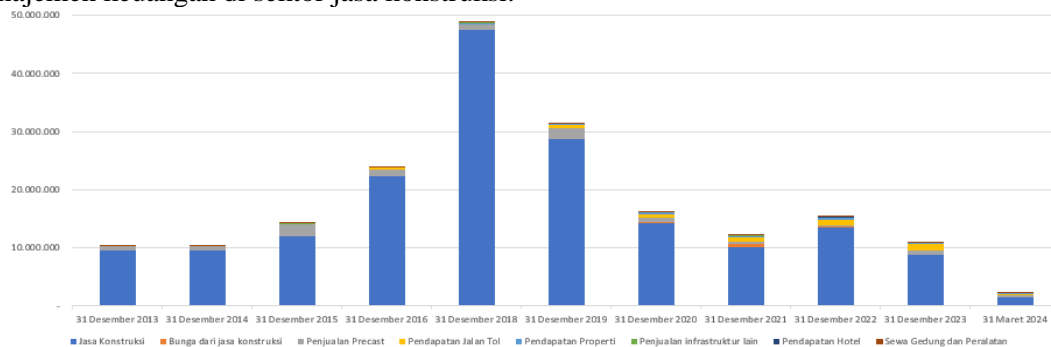
Gambar 2 : Hubungan antara pendapatan, arus kas, hutang dan modal WSKT

Sebagai perusahaan jasa konstruksi, pendapatan usaha WSKT didominasi oleh pendapatan dari bidang jasa konstruksi sebagaimana yang ditunjukkan oleh gambar 4. Pendapatan usaha ini naik seiring dengan semakin panjangnya jalan tol yang dimiliki dan dikonstruksi oleh perseroan.



Gambar 3: Hubungan Modal Kerja, Aktiva Lancar dan Liabilitas Lancar WSKT

Penelitian ini bertujuan untuk mengeksplorasi pengaruh pengelolaan modal kerja terhadap kinerja PT WSKT, yang diharapkan dapat memberikan wawasan bagi manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan strategis terkait pengelolaan modal kerja, bagi pemegang saham dalam menentukan besaran investasi, serta kontribusi bagi perkembangan teori dan praktik manajemen keuangan di sektor jasa konstruksi.



Gambar 4: Diagram sumber pendapatan usaha WSKT

STUDI LITERATUR

Penelitian Terdahulu

Manajemen modal kerja yang efektif penting untuk menjaga operasional perusahaan tetap berjalan dengan lancar dan mencapai keuntungan tanpa menghadapi risiko likuiditas. Teori *trade-off* menyatakan bahwa risiko yang lebih tinggi dapat memberikan return lebih tinggi, tetapi praktik menunjukkan hasil yang berbeda. Bramantyo Djohanputro (2008) menjelaskan pentingnya tujuan keuangan dalam pengambilan keputusan strategis dan manajemen aspek-aspek modal kerja seperti kas, piutang, dan persediaan, serta siklus konversi kas dan pengendalian kredit.

Teori modal kerja menekankan pentingnya pengelolaan dana untuk operasional perusahaan, dengan modal kerja sebagai selisih antara aset lancar dan kewajiban lancar. Pengelolaan modal kerja yang efektif menjaga likuiditas perusahaan agar tetap sehat dan memastikan kewajiban finansial dapat dipenuhi. Komponen modal kerja meliputi aset lancar (kas, piutang, inventaris) dan kewajiban lancar (utang usaha, utang dagang, biaya), dengan metode pengelolaan yang mencakup kebijakan stok, kredit, dan kas untuk menjaga keseimbangan antara likuiditas dan kinerja keuangan. Menurut Ginting (2018) manajemen modal kerja mencakup semua fungsi pengelolaan atas aset lancar dan kewajiban jangka pendek, yang bertujuan untuk memastikan kelancaran operasional dan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Selain itu, Hidayati et al. (2021) menekankan bahwa struktur modal yang optimal, berdasarkan teori *trade-off* dan *pecking order*, berperan signifikan dalam menentukan kinerja keuangan perusahaan, khususnya di sektor perbankan. Hal ini menunjukkan bahwa pengelolaan modal kerja yang tepat dapat mempengaruhi profitabilitas dan stabilitas keuangan perusahaan secara keseluruhan.

Teori Struktur Modal membahas bagaimana perusahaan memilih kombinasi sumber dana yang optimal untuk mendanai investasinya, baik melalui hutang, ekuitas, atau kombinasi keduanya. Modigliani (1958) menyatakan bahwa dalam kondisi ideal tanpa pajak, biaya kebangkrutan, biaya

agensi, dan informasi asimetris, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Namun, dalam praktik, faktor-faktor seperti pajak, biaya kebangkrutan, dan asimetri informasi memengaruhi keputusan struktur modal. Teori ini digunakan oleh kalangan akademisi dan praktisi untuk memahami dampaknya terhadap nilai perusahaan di berbagai kondisi pasar.

Teori Kinerja Keuangan adalah pendekatan untuk menilai sejauh mana perusahaan mencapai tujuan keuangannya dengan menggunakan metrik seperti profitabilitas, likuiditas, solvabilitas, dan efisiensi operasional. Menurut Fitriana (2024) kinerja keuangan memberikan gambaran mengenai kondisi perusahaan kepada para pemangku kepentingan, seperti pemilik, investor, karyawan, kreditor, dan pihak terkait lainnya. Kinerja diukur melalui rasio keuangan seperti *ROE*, laba bersih, arus kas dan profitabilitas.

Industri investasi dan pengoperasian jalan tol melibatkan pembangunan, pemeliharaan, dan pengelolaan jalan tol melalui skema kerjasama publik-swasta (PPP). Tujuannya adalah menyediakan infrastruktur yang mendukung mobilitas dan perekonomian serta menghasilkan pendapatan dari biaya tol. Proyek jalan tol memerlukan investasi besar untuk pembebasan lahan, konstruksi, dan teknologi operasional. Pendapatan bergantung pada volume lalu lintas, yang dapat dipengaruhi oleh risiko prediksi lalu lintas, kondisi ekonomi, dan kebijakan tarif pemerintah. Tantangan tambahan meliputi regulasi, birokrasi, serta dampak sosial dan lingkungan yang sering memicu protes masyarakat. Sumaryoto (2010) mengidentifikasi bahwa keberadaan jalan tol dapat memperpendek waktu perjalanan dan meningkatkan aktivitas bisnis. Namun, di sisi lain, pembangunan jalan tol juga dapat menyebabkan kerugian, seperti penurunan pendapatan bagi sektor informal di sepanjang jalur lama, pengurangan lahan pertanian, serta degradasi lingkungan. Muhammad Fikri (2018) menekankan bahwa industri jalan tol sangat dipengaruhi oleh risiko dan ketidakpastian, di mana faktor-faktor seperti kondisi geologi teknik dapat mempengaruhi perencanaan investasi proyek jalan tol.

Kebijakan modal kerja mengacu pada strategi perusahaan dalam mengelola aset dan kewajiban lancar untuk memastikan likuiditas yang cukup guna memenuhi kewajiban jangka pendek. Ada tiga pendekatan utama:

1. Pendekatan moderat dalam kebijakan modal kerja bertujuan untuk menyeimbangkan antara likuiditas dan profitabilitas perusahaan. Dalam pendekatan ini, perusahaan menjaga aset lancar yang cukup untuk memenuhi kewajiban jangka pendek, mengelola persediaan dan piutang secara efisien, serta memantau arus kas secara teratur. Menurut Miswanto (2012), pendekatan moderat melibatkan pendanaan aset lancar permanen dengan sumber dana jangka panjang, sementara aset lancar temporer dapat didanai melalui sumber dana jangka pendek, sehingga menghasilkan keseimbangan antara risiko dan profitabilitas.
2. Pendekatan Agresif: Memaksimalkan penggunaan aset untuk keuntungan jangka pendek dengan risiko lebih tinggi, menggunakan hutang jangka pendek, dan mempercepat siklus operasi. Contesa (2017) menunjukkan bahwa "kebijakan investasi agresif berpengaruh terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan," sementara "kebijakan pembiayaan agresif tidak berpengaruh terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan."
3. Pendekatan Konservatif: Menekankan stabilitas keuangan dengan mempertahankan likuiditas tinggi dan pembiayaan dari sumber internal, mengutamakan keamanan daripada potensi keuntungan jangka pendek. Menurut Miswanto (2011) perusahaan yang menerapkan kebijakan modal kerja konservatif cenderung memiliki rasio aktiva lancar terhadap total aktiva yang tinggi, menandakan fokus pada likuiditas dan stabilitas keuangan.

Pemilihan kebijakan modal kerja yang tepat sangat penting bagi perusahaan untuk mencapai keseimbangan antara risiko dan profitabilitas, serta memastikan kelangsungan operasional yang sehat.

Komponen Modal Kerja

1. *Cash Conversion Cycle (CCC)* adalah waktu yang diperlukan untuk mengubah kas dalam siklus operasional menjadi kas yang diterima dari kegiatan operasional $CCC = ICP + ACP - APP$.
2. *Inventory Conversion Period (ICP)* adalah waktu rata-rata yang dibutuhkan untuk menjual persediaan yang dimiliki. $ICP = \frac{\text{Rata-rata persediaan}}{\text{Harga Pokok Penjualan}} \times 365$
3. *Average Collection Period (ACP)* adalah waktu rata-rata yang dibutuhkan untuk mendapatkan pembayaran dari pelanggan setelah penjualan dilakukan. Semakin lama periode ini, semakin lama perusahaan harus menunggu pembayaran dan memiliki dana terikat dalam piutang. $ACP = \frac{\text{Rata-rata piutang}}{\text{Total Kredit Penjualan}} \times 365$
4. *Average Payment Period (APP)* adalah waktu rata-rata yang diberikan perusahaan kepada pemasok untuk membayar hutang usaha setelah menerima barang atau jasa.

$$APP = \frac{\text{Hutang rata-rata}}{\text{Harga Pokok Penjualan}} \times 365$$

Kebijakan modal kerja mengatur proporsi investasi dalam aset lancar dan pendanaan jangka pendek untuk mengevaluasi profitabilitas dan risiko perusahaan. Terdapat dua aspek utama dalam kebijakan manajemen modal kerja:

1. Kebijakan Investasi Modal Kerja (*Working Capital Investment Policy - WCIP*): Mengelola investasi dalam aset lancar untuk memastikan likuiditas yang memadai dan efisiensi operasional. Emilda (2020) menunjukkan bahwa kebijakan investasi modal kerja berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan di Indonesia.
2. Kebijakan Pembiayaan Modal Kerja (*Working Capital Financing Policy - WCFP*): Melibatkan penggunaan kewajiban jangka pendek untuk membiayai aset perusahaan, dengan mempertimbangkan keseimbangan antara risiko dan profitabilitas. Studi yang sama oleh Emilda (2020) menemukan bahwa kebijakan pembiayaan modal kerja memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan.

Pemilihan kebijakan yang tepat dalam manajemen modal kerja sangat penting untuk menjaga keseimbangan antara likuiditas dan profitabilitas, serta memastikan kelangsungan operasional perusahaan.

Meskipun profitabilitas tidak termasuk elemen modal kerja, keduanya saling terkait karena perubahan modal kerja mempengaruhi keuntungan perusahaan. Penurunan profitabilitas dapat menandakan masalah dan peluang peningkatan modal kerja. Evaluasi efisiensi perusahaan dapat dilakukan dengan membandingkan keuntungan terhadap pendapatan atau sumber daya yang digunakan. Kinerja perusahaan dinilai melalui analisis rasio keuangan, dengan *Return on Equity (ROE)* dan Tobin's Q sebagai ukuran evaluasi jangka panjang. Tobin's Q juga memberikan penilaian berbasis pasar atas kinerja perusahaan. Arief (2020) mengidentifikasi bahwa rasio keuangan seperti ROA, DER, dan Tobin's Q memiliki pengaruh terhadap harga saham, yang mencerminkan kinerja perusahaan.

METODE

Analisa terhadap model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini dilakukan dengan dua tahap. Tahap pertama penelitian akan menganalisa model dasar dan tahap kedua analisa dilakukan terhadap model modifikasi 1 dan 2 yakni untuk mengetahui pengaruh AIP dan AFP terhadap kinerja perusahaan di model dasar.

Penelitian ini merujuk pada studi sebelumnya oleh Afza (2009). Analisa penelitian dilakukan dalam dua tahap: pengujian Model Dasar dan pengujian Model Modifikasi 1 dan 2. Penelitian ini menilai kebijakan agresif dalam investasi (*AIP*) dan pendanaan (*AFP*) WSKT. Variabel *dummy* ($D_{Covid19}$) digunakan untuk mengukur pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan selama pandemi Covid-19, dengan $D_{Covid19}=1$ menunjukkan adanya pandemi dan $D_{Covid19}=0$ sebaliknya. Variabel pertumbuhan penjualan (*SG*) menunjukkan pertumbuhan penjualan perusahaan, sementara *Equity Growth (EG)* digunakan untuk menghitung pertumbuhan modal.

Variabel penelitian adalah modal kerja, faktor internal dan eksternal Perusahaan dan profitabilitas. Variabel-variabel tersebut merujuk pada model penelitian sebagai berikut:

Model Dasar:

$$ROE_i = \alpha + \beta_1(ACP) + \beta_2(APP) + \beta_3(ICP) + \beta_4(CCC) + \beta_5(EG) + \beta_6(LVRG_i) + \beta_7(D_{Covid19}) + \beta_8(D_{GCG}) + \varepsilon$$

$$TQ_i = \alpha + \beta_1(ACP) + \beta_2(APP) + \beta_3(ICP) + \beta_4(CCC) + \beta_5(EG) + \beta_6(LVRG_i) + \beta_7(D_{Covid19}) + \beta_8(D_{GCG}) + \varepsilon$$

Model Modifikasi 1 (Model Dasar + AIP) :

$$ROE_i = \alpha + \beta_0(AIP) + \beta_1(ACP) + \beta_2(APP) + \beta_3(ICP) + \beta_4(CCC) + \beta_5(EG) + \beta_6(LVRG_i) + \beta_7(D_{Covid19}) + \beta_8(D_{GCG}) + \varepsilon$$

$$TQ_i = \alpha + \beta_0(AIP) + \beta_1(ACP) + \beta_2(APP) + \beta_3(ICP) + \beta_4(CCC) + \beta_5(EG) + \beta_6(LVRG_i) + \beta_7(D_{Covid19}) + \beta_8(D_{GCG}) + \varepsilon$$

Model Modifikasi 2 (Model Dasar + AFP) :

$$ROE_i = \alpha + \beta_0(AFP) + \beta_1(ACP) + \beta_2(APP) + \beta_3(ICP) + \beta_4(CCC) + \beta_5(EG) + \beta_6(LVRG_i) + \beta_7(D_{Covid19}) + \beta_8(D_{GCG}) + \varepsilon$$

$$TQ_i = \alpha + \beta_0(AFP) + \beta_1(ACP) + \beta_2(APP) + \beta_3(ICP) + \beta_4(CCC) + \beta_5(EG) + \beta_6(LVRG_i) + \beta_7(D_{Covid19}) + \beta_8(D_{GCG}) + \varepsilon$$

HASIL

Hasil Analisa Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil Analisa statistik deskriptif laporan keuangan WSKT periode 2013 s.d triwulan 1 2024 sebagaimana table 4.1 ditemukan bahwa :

Tabel 4.1 : Hasil Analisa Stasistik Deskriptif Kinerja Perusahaan PT WSKT

| No | Variabel | Minimum | Maksimum | Mean | Median | Standar Deviasi |
|----|--|---------|----------|---------|---------|-----------------|
| 1 | Return on Assets (ROA) -- Y1 | -8,99% | 4,29% | 0,37% | 0,62% | 0,0288 |
| 2 | Return on Equity (ROE) -- Y2 | -57,28% | 18,46% | -0,55% | 2,32% | 0,1575 |
| 3 | Tobin's Q -- Y3 | 0,062 | 0,763 | 0,309 | 0,220 | 0,216 |
| 4 | Average Collection Period (ACP) (Days) | 15,105 | 654,308 | 179,495 | 122,999 | 172,400 |
| 5 | Average Payment Period (APP) | 0,730 | 43,832 | 10,040 | 7,149 | 10,778 |
| 6 | Inventory Conversion Period (ICP) (Days) | 12,154 | 819,798 | 196,462 | 122,383 | 210,374 |
| 7 | Debt to Equity Ratio (DER) | 1,619 | 7,675 | 3,926 | 3,450 | 1,582 |

Hasil Analisa Regresi Linier Berganda Model Dasar

Tabel 4.9.: Hasil Regresi Linier Berganda Model Dasar

| Model Dasar | ROE | p-values ROE | TQ | p-values TQ |
|-------------|-------|--------------|---------|-------------|
| Intercept | 0,723 | ° | <0,0001 | *** |
| ACP | 0,402 | ° | <0,0001 | *** |
| APP | 0,830 | ° | 0,929 | ° |
| ICP | 0,942 | ° | 0,241 | ° |
| CCC | - | | | |
| EG | 0,858 | | 0,008 | ** |
| LVRG | 0,021 | * | 0,008 | ** |
| DCovid19-0 | 0,725 | | 0,215 | ° |
| DCovid19-1 | - | | | |
| DGCG-0 | 0,038 | * | 0,813 | ° |

| | | | | |
|--------|---|--|--|--|
| DGCG-1 | - | | | |
|--------|---|--|--|--|

Signification code: 0<***<0.001 <*< 0.01<0.05 < . < 0.1 < ° < 1

Hasil regresi linier model dasar dan AIP dengan parameter kinerja perusahaan yakni ROE dan Tobin's Q dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.10. : Hasil Regresi Linier model parameter ROE dengan kebijakan modal kerja AIP dan manajemen modal kerja.

| Source | Value | Std. error | t | Pr > t | Lower bound (95%) | Upper bound (95%) | Signifi. Code |
|------------|--------|------------|--------|---------|-------------------|-------------------|---------------|
| Intercept | -0.133 | 0.146 | -0.912 | 0.368 | -0.43 | 0.163 | ° |
| AIP | 0.302 | 0.161 | 1.872 | 0.069 | -0.025 | 0.628 | . |
| ACP | 0 | 0 | -1.634 | 0.111 | -0.001 | 0 | ° |
| APP | 0.008 | 0.011 | 0.709 | 0.483 | -0.014 | 0.029 | ° |
| ICP | 0 | 0.001 | -0.182 | 0.857 | -0.001 | 0.001 | ° |
| CCC | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | |
| EG | -0.02 | 0.081 | -0.25 | 0.804 | -0.185 | 0.145 | ° |
| LVRG | -0.039 | 0.021 | -1.832 | 0.075 | -0.081 | 0.004 | . |
| DCovid19-0 | -0.01 | 0.059 | -0.176 | 0.861 | -0.13 | 0.109 | ° |
| DCovid19-1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | |
| DGCG-0 | 0.137 | 0.067 | 2.058 | 0.047 | 0.002 | 0.272 | * |
| DGCG-1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | |

Signification code: 0<***<0.001 <*< 0.01<0.05 < . < 0.1 < ° < 1

Tabel 4.11. : Hasil Regresi Linier model parameter TQ dengan kebijakan modal kerja AIP dan manajemen modal kerja.

| Source | Value | Standard error | t | Pr > t | Lower bound (95%) | Upper bound (95%) | Signification Code |
|------------|--------|----------------|--------|---------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Intercept | 0.213 | 0.112 | 1.901 | 0.065 | -0.014 | 0.439 | . |
| AIP | 0.403 | 0.123 | 3.271 | 0.002 | 0.153 | 0.652 | ** |
| ACP | 0 | 0 | 3.743 | 0.001 | 0 | 0.001 | *** |
| APP | 0.008 | 0.008 | 0.958 | 0.344 | -0.009 | 0.024 | ° |
| ICP | -0.001 | 0 | -1.774 | 0.085 | -0.002 | 0 | . |
| CCC | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | |
| EG | 0.187 | 0.062 | 3.011 | 0.005 | 0.061 | 0.313 | ** |
| LVRG | -0.033 | 0.016 | -2.055 | 0.047 | -0.066 | 0 | * |
| DCovid19-0 | 0.02 | 0.045 | 0.44 | 0.663 | -0.072 | 0.111 | ° |
| DCovid19-1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | |
| DGCG-0 | -0.027 | 0.051 | -0.539 | 0.593 | -0.131 | 0.076 | ° |
| DGCG-1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | |

Signification code: 0<***<0.001 <*< 0.01<0.05 < . < 0.1 < ° < 1

Model Dasar dan Aggressive Financing Policies (AFP) – Model Modified 1

Hasil regresi linier model dasar dan AFP dengan parameter kinerja perusahaan yakni ROE dan Tobin's Q dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.12. : Hasil Regresi Linier model parameter ROE dengan kebijakan modal kerja AFP dan manajemen modal kerja.

| Source | Value | Standard error | t | Pr > t | Lower bound (95%) | Upper bound (95%) | Signification Code |
|------------|--------|----------------|--------|---------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Intercept | -0.057 | 0.165 | -0.345 | 0.732 | -0.393 | 0.278 | ° |
| AFP | 0.2 | 0.237 | 0.842 | 0.405 | -0.281 | 0.681 | ° |
| ACP | 0 | 0 | -1.102 | 0.278 | -0.002 | 0 | ° |
| APP | 0.003 | 0.011 | 0.254 | 0.8 | -0.019 | 0.025 | ° |
| ICP | 0 | 0.001 | 0.122 | 0.903 | -0.001 | 0.001 | ° |
| CCC | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | ° |
| EG | -0.001 | 0.086 | -0.008 | 0.994 | -0.175 | 0.174 | ° |
| LVRG | -0.044 | 0.022 | -1.951 | 0.059 | -0.089 | 0.002 | . |
| DCovid19-0 | 0.009 | 0.06 | 0.146 | 0.885 | -0.114 | 0.131 | ° |
| DCovid19-1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | ° |
| DGCG-0 | 0.14 | 0.07 | 2.013 | 0.052 | -0.001 | 0.281 | . |
| DGCG-1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | ° |

Signification code: 0<***<0.001 <*< 0.01<0.05 < . < 0.1 < ° < 1

Tabel 4.13. : Hasil Regresi Linier model parameter TQ dengan kebijakan modal kerja AFP dan manajemen modal kerja.

| Source | Value | Standard error | t | Pr > t | Lower bound (95%) | Upper bound (95%) | Signification Code |
|------------|--------|----------------|--------|--------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Intercept | 0.278 | 0.133 | 2.087 | 0.044 | 0.008 | 0.548 | * |
| AFP | 0.341 | 0.191 | 1.787 | 0.082 | -0.046 | 0.728 | . |
| ACP | 0.001 | 0 | 4.307 | 0 | 0 | 0.001 | *** |
| APP | 0.002 | 0.009 | 0.175 | 0.862 | -0.016 | 0.019 | ° |
| ICP | -0.001 | 0 | -1.118 | 0.271 | -0.001 | 0 | ° |
| CCC | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | ° |
| EG | 0.219 | 0.069 | 3.161 | 0.003 | 0.078 | 0.359 | ** |
| LVRG | -0.037 | 0.018 | -2.073 | 0.045 | -0.074 | -0.001 | * |
| DCovid19-0 | 0.041 | 0.049 | 0.844 | 0.404 | -0.057 | 0.139 | ° |
| DCovid19-1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | ° |
| DGCG-0 | -0.027 | 0.056 | -0.476 | 0.637 | -0.14 | 0.087 | ° |
| DGCG-1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | ° |

Signification code: 0<***<0.001 <*< 0.01<0.05 < . < 0.1 < ° < 1

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil analisa regresi linier berganda dan matriks korelasi ditemukan bahwa: **AIP berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q tetapi tidak signifikan terhadap ROE.**

Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda pada tingkat kepercayaan 95% dan matriks korelasi, ditemukan bahwa *AIP (Aggressive Investment Policy)* berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q, namun tidak signifikan terhadap *ROE (Return on Equity)*. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan investasi agresif dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan, meskipun tidak selalu berdampak langsung pada profitabilitas ekuitas.

Fristisya (2022) menemukan bahwa kebijakan investasi memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Kebijakan investasi agresif memungkinkan perusahaan memanfaatkan peluang pertumbuhan yang ada, yang pada gilirannya dapat meningkatkan *ROA (Return on Assets)*, *ROE*, serta nilai pasar perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q.

Dengan demikian, kebijakan investasi yang agresif dapat menjadi strategi efektif bagi perusahaan untuk meningkatkan nilai pasar dan kinerja keuangan secara keseluruhan.

AFP tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE dan Tobin's Q.

Ditemukan bahwa *AFP* berpengaruh tidak signifikan terhadap *ROE* namun berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Dengan korelasi antara *AFP* dengan *ROE* sedang, berbeda dengan *Tobin's Q* relasi yang terjadi cukup kuat.

Pernyataan ini didukung oleh penelitian Bolek (2020) menemukan bahwa perusahaan dengan kebijakan pembiayaan agresif (lebih banyak utang jangka pendek) cenderung memiliki *ROE* lebih rendah karena peningkatan risiko keuangan dan biaya bunga. Namun, kebijakan ini dapat meningkatkan Tobin's Q, karena investor sering menilai perusahaan dengan pembiayaan berisiko memiliki potensi pertumbuhan yang lebih tinggi.

Nazir (2007) menemukan bahwa perusahaan dengan kebijakan pembiayaan agresif cenderung memiliki *ROE* lebih rendah akibat biaya utang dan risiko kebangkrutan yang lebih tinggi. Namun, kebijakan ini dapat meningkatkan Tobin's Q karena dianggap sebagai tanda kepercayaan diri manajemen dalam memanfaatkan leverage untuk pertumbuhan.

ACP tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE namun berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q.

Berdasarkan hasil analisis regresi menunjukkan bahwa *ACP* berpengaruh signifikan terhadap *ROE* tetapi tidak terhadap Tobin's Q. Tingginya *ACP* berarti perusahaan membutuhkan lebih banyak waktu untuk menagih piutang, yang meningkatkan piutang dan menurunkan perputaran aset. Aset yang tidak produktif mengurangi efisiensi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, menurunkan *ROA*, serta menurunkan likuiditas dan meningkatkan biaya modal, sehingga laba bersih dan *ROE* juga menurun.

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Olaoye (2019) yang menemukan bahwa terlalu cepat mengumpulkan piutang dapat berakibat negatif pada profitabilitas jika pelanggan merasa ditekan atau jika biaya yang terkait dengan pengelolaan piutang meningkat secara signifikan.

Tingginya *ACP* bisa mencerminkan kebijakan kredit longgar yang mendorong penjualan, meningkatkan pendapatan, memperluas pangsa pasar, dan memperbaiki persepsi pasar, sehingga dapat meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan. Investor mungkin melihatnya sebagai tanda optimisme manajemen terhadap pertumbuhan, yang bisa meningkatkan Tobin's Q. Namun, hubungan *ACP* dan kinerja perusahaan kompleks; *ACP* yang tinggi dapat meningkatkan risiko perusahaan karena memperbesar investasi atau leverage agresif, yang dapat meningkatkan *ROA*, *ROE*, dan Tobin's Q dalam jangka pendek.

APP tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai ROE dan Tobin's Q.

Penelitian ini menemukan bahwa *APP* berpengaruh signifikan terhadap kinerja dan nilai perusahaan; semakin cepat perusahaan membayar pemasok, semakin baik kinerjanya. Hasil ini sejalan dengan penelitian Tryfonidis (2006) yang menunjukkan bahwa pembayaran cepat kepada pemasok dapat mengurangi biaya operasional dan memperkuat hubungan dengan pemasok, meningkatkan profitabilitas. Raheman (2007) menemukan bahwa memperpanjang *APP* juga bisa meningkatkan profitabilitas dan likuiditas, memungkinkan perusahaan menggunakan dana untuk investasi produktif. Pengelolaan *APP* yang efisien meningkatkan arus kas, mengurangi biaya, dan memperkuat hubungan dengan pemasok, yang mendukung kinerja keuangan dan profitabilitas perusahaan secara keseluruhan.

ICP tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai ROE dan Tobin's Q

Penelitian ini menunjukkan bahwa ICP tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE dan Tobin's Q di PT WSKT, karena perusahaan tersebut bergerak di bidang jasa dengan sedikit inventaris fisik. Sebaliknya, penelitian di Turki oleh Uyar (2009) dan Vural (2012) menemukan bahwa ICP yang lebih pendek berhubungan positif dengan profitabilitas dan nilai pasar perusahaan, dengan ICP yang lebih rendah meningkatkan ROA, ROE, dan Tobin's Q. Lazaridis (2006) juga menunjukkan bahwa pengelolaan ICP yang efisien meningkatkan nilai perusahaan, sedangkan ICP yang tinggi dianggap sebagai tanda inefisiensi operasional yang dapat menurunkan nilai perusahaan.

CCC tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai ROE dan Tobin's Q

CCC tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE dan Tobin's Q WSKT. Temuan ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Lazaridis (2006) yang menemukan bahwa efisiensi pengelolaan modal kerja, termasuk CCC, berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas perusahaan, diukur dengan ROA dan ROE.

Batasan Penelitian

Peneliti awalnya meneliti laporan keuangan WSKT dari tahun 2009 s.d. 2022 namun karena keterbatasan akses penelitian ini dilakukan terhadap data laporan keuangan triwulanan periode 2013 s.d 2024 triwulan 1. Penelitian ini juga hanya dilakukan pada 1 perusahaan konstruksi yakni PT WSKT, untuk selanjutnya dapat dilakukan terhadap Perusahaan konstruksi lainnya yang masuk dalam industry jalan tol seperti PT PP (Persero) Tbk, PT Wijaya Karya (Persero) Tbk, dll.

Penelitian selanjutnya juga dapat dilakukan dengan membandingkan Perusahaan jasa konstruksi yang masuk ke industry jalan tol dengan Perusahaan yang murni berinvestasi di jalan tol seperti PT Jasamarga (Persero) Tbk dengan mempertimbangkan aspek kualitatif yang berhubungan dengan faktor manajerial seperti kompetensi pengelolaan proyek, strategi negosiasi kontrak, dan efisiensi eksekusi proyek.

KESIMPULAN

Semua model menunjukkan adanya hubungan antara pengelolaan dan kebijakan modal kerja dengan kinerja perusahaan, di mana variabel-variabel dalam formula model matematis secara keseluruhan berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

PT WSKT menjalankan kebijakan investasi dan pembiayaan agresif, terlihat dari menurunnya rasio aset lancar terhadap total aset. *ICP* tidak mempengaruhi *ROE* dan Tobin's Q secara signifikan; perputaran persediaan yang lama menurunkan penjualan dan progres konstruksi.

Temuan pertama menunjukkan bahwa pengelolaan komponen modal kerja dan kebijakan modal kerja berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Pada Model Dasar, komponen modal kerja seperti *ACP*, *APP*, *ICP* dan *CCC* ditemukan memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap *ROE*, dengan hanya *ACP* yang berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Semakin lama penagihan piutang, nilai perusahaan menurun, sementara pembayaran lebih cepat meningkatkan nilai perusahaan.

Temuan kedua membahas pengelolaan modal kerja agresif yang terdiri dari kebijakan investasi agresif (*AIP*) dan kebijakan pembiayaan agresif (*AFP*). Pengujian dilakukan dengan menggunakan Model Dasar dan ditambahkan variabel *AIP* dan *AFP* sebagai variabel dependen. Hasil analisa menunjukkan bahwa kebijakan investasi agresif (*AIP*) berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q namun tidak terhadap *ROE*. *AIP* meningkatkan ekspektasi pasar atas pertumbuhan masa depan, mendorong optimisme investor dan meningkatkan nilai pasar perusahaan (Tobin's Q), meskipun tidak langsung meningkatkan laba bersih atau *ROE* karena biaya tambahan dan waktu realisasi yang lama. Sebaliknya, kebijakan pembiayaan agresif (*AFP*) tidak berpengaruh signifikan terhadap *ROE* dan Tobin's Q. Peningkatan pinjaman untuk investasi, khususnya di industri jalan tol, tidak diikuti pertumbuhan pendapatan, malah menjadi beban keuangan yang menurunkan laba bersih dan nilai Tobin's Q.

REFERENSI

- Afza, T, M. S. Nazir (2007). *Is It Better to be Aggressive or Conservative in Managing Working Capital?*
- Arief, Harefaq, Eko Tama Putra Sarantian, Dony Ary Nograho, Nurdin Ashshidiqy, David Nabhan Kolis (2020). Pengaruh ROA, DER dan Tobin's Q-Ratio Terhadap Harga Saham Pada Industri Pertambangan Migas di Bursa Efek Indonesia
- Bolek, Monika, Anna Pluskota, Rafat Wolski (2020). *Liquidity-Profitability Trade Off On Example of Companies Listed on Main and Alternative New Connect Markets On Warsaw Stock Exchange.*
- Contesa, Kurnia, Mega Mayasari (2017). "Pengaruh Kebijakan Manajemen Modal Kerja Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan". *Journal of Applied Managerial Accounting.*
- Djohanputro, PhD, Bramantyo (2008). Manajemen Keuangan Korporat, PPM Manajemen
- Emilda, Nabila Nur Rahma, Maharani (2021). "Analisa Pengaruh Kebijakan Investasi dan Pembiayaan Modal Kerja Terhadap Profitabilitas Perusahaan di Indonesia". *Jurnal Penelitian Ilmu Manajemen (JPIM).*
- Fitriana, Aning (2024). "Analisis Laporan Keuangan". CV Malik Rizki Amanah.
- Fristisya, Verlinda (2022). Pengaruh Kepemilikan Kas, Kebijakan Investasi, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Terhadap Kinerja Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2016-2020.
- Ginting, Mitha Christina (2018). "Peranan Modal Kerja Dalam Meningkatkan Profitabilitas". *Jurnal Manajemen.*
- Hidayati, Arifah, Idham Lakoni, Winny Lian Seventeen (2021). "Analisis Hubungan Struktur Modal Berdasarkan Trade Off Theory dan Pecking Order Theory pada Sektor Perbankan yang terdaftar pada Indeks LQ 45". *Jurnal Manajemen dan Perbankan.*
- Ibbar, Andi, Nurul Fadilah Haedar (2022). "Pengaruh Perputaran Modal Kerja Terhadap Profitabilitas Pada PT Waskita Karya (Persero) Tbk di Bursa Efek Indonesia (BEI)". *Yume: Journal of Management.*
- Lazaridis, Ionnis DR, MSc Dimitrios Tryfonidis (2006). *The Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange.*
- Miswanto (2012). "Kebijakan Dalam Penentuan dan Pendanaan Modal Kerja Perusahaan". *Jurnal Economia.*
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American Economic Review, 48(3), 261-297.*
- Muftiadi, Anang, Rivani, Dian Fordian (2019), "Analysis of Construction Sector Efficiency And Its Determinants In Indonesia". *AdBispreneur: Jurnal Pemikiran dan Penelitian Administrasi Bisnis dan Kewirausahaan.*
- Muhammad Fikri, Armein, Aulia Dwi Ikhwan (2017). "Investasi Jalan Tol Di Indonesia". Program Studi Teknik Geologi Institut Teknologi Bandung.
- Nazir, Mian Sajid & Talat Afza (2009). *Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firm's Profitability*
- Olaoye, F. O., J.A. Adenkanbi, O. E. Oluwandare (2019). *Working Capital Management and Firms Profitability: Evidence from Quoted Firms on the Nigerian Stock Exchange.*
- Prihadi, Toto (2013). Analisis Laporan Keuangan: Teori dan Aplikasi, PPM Manajemen
- Raheman, Abdul, Mohamed Nasr (2007). *Working Capital Management and Profitability – Case of Pakistani Firms.*
- Sumaryoto (2010). "Dampak Keberadaan Jalan Tol Terhadap Kondisi Fisik, Sosial dan Ekonomi Lingkungannya". *Jurnal of Rural and Development.*
- Uyar, Ali (2009). *The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey.*
- Vural, Gamze, Ahmet Gokhan Sokmen, Emin Huseyin Cetenak (2012). *Affect of Working Capital Management on Firm's Performance Evidence from Turkey.*
- Yunos, Rahimah Mohamed, Nurdiayana Nazarudin, Farha Abdol Ghapar, Syahrul Ahmar Ahmad, Nor Balkish Zakaria (2015). *Working Capital Management in Malaysian Government-Linked Companies.*