



APSSAI Accounting Review (April 2022)

Pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan sektor non keuangan.

Hayundaniswara, A., Faisal. (2022). *APSSAI Accounting Review*, 2(1), 1-12.

<https://doi.org/10.26418/apssai.v1i2.9>

Allgamanora Hayundaniswara
Universitas Diponegoro, Indonesia.

Faisal*
Universitas Diponegoro, Indonesia.

Received: 31 Desember 2021
1st Revision: 16 April 2022
Accepted: 21 April 2022

JEL Classification: M1, M4
DOI: 10.26418/apssai.v1i2.9

**PENGARUH MANAJEMEN MODAL KERJA TERHADAP
KINERJA PERUSAHAAN SEKTOR NON KEUANGAN**

ABSTRACT *The study examines the correlation between working capital management, profitability, firm value, and stock return volatility. The sample consists of 115 non-financial companies listed on the Bloomberg database in 2018. The results reveal that networking capital has a negative and significant effect on profitability, firm value and stock return volatility, indicating that managers need to make decisions to increase their profitability while controlling risk. The results contribute to the literature on the role of working capital in profitability, firm value, and stock return volatility. It also provides benefits to related managerial managers considering working capital management to overcome the trade-off decisions to increase profitability while reducing the company's potential risk.*

Keywords: *Cash conversion cycle; Firm performance; Net working capital*

ABSTRAK Penelitian ini menguji hubungan antara manajemen modal kerja, profitabilitas, nilai perusahaan, dan volatilitas return saham dengan menggunakan sampel 115 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di database Bloomberg pada tahun 2018. Hasil kajian menemukan bahwa modal kerja bersih berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas, nilai perusahaan dan volatilitas return saham. Ini dapat dimaknai bahwa terkait manajemen modal kerja, manajer perlu membuat keputusan untuk meningkatkan profitabilitas mereka sambil mengendalikan risiko. Hasil kajian berkontribusi pada literatur tentang peran modal kerja terhadap profitabilitas, nilai perusahaan dan volatilitas return saham. Hasil kajian juga bermanfaat bagi manajer dalam mempertimbangkan manajemen modal kerja untuk mengatasi keputusan *trade-off*, meningkatkan profitabilitas sekaligus mengurangi potensi risiko perusahaan.

Kata kunci: Kinerja perusahaan; Modal kerja bersih; Siklus konversi kas

*Corresponding author, email: faisalshahir@gmail.com
Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro
Jalan Prof. Sudarto, Tembalang, Semarang 50275

Pendahuluan

Modal kerja sangat diperlukan oleh perusahaan guna mendanai aktivitas operasionalnya. Modal kerja tersebut diperlukan perusahaan untuk membayar pembelian bahan baku, gaji karyawan, dan berbagai biaya lainnya termasuk untuk membayar utang perusahaan (Deloof, 2003). Untuk menjalankan bisnis dengan lancar dan efisien, perusahaan perlu melakukan

manajemen modal kerja untuk mempertahankan jumlah modal kerja yang memadai sekaligus untuk mengoptimalkan profitabilitasnya (Singhania & Mehta, 2017). Martínez-Sola et al., (2011) menyatakan bahwa manajemen modal kerja berkaitan dengan manajemen modal jangka pendek suatu perusahaan, yaitu dana yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk membiayai operasi hariannya. Perusahaan yang memiliki tingkat modal kerja yang optimal dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan mengurangi risiko *stock-out* (Deloof, 2003). Manajemen modal kerja merupakan salah satu bidang manajemen keuangan yang memiliki dampak penting pada profitabilitas dan likuiditas perusahaan (García-Teruel & Martínez-Solano, 2007).

Dalam literatur manajemen keuangan, manajemen modal kerja sering direpresentasikan oleh dua pengukuran, yaitu *cash conversion cycle* (CCC) dan *net working capital* (NWC). Altaf & Ahmad (2019) mendefinisikan CCC sebagai jeda waktu antara pengeluaran untuk pembelian bahan baku dengan hasil penjualan dari barang jadi; sementara NWC didefinisikan sebagai perbedaan nilai uang antara aset lancar dan liabilitas lancar (Afrifa, 2016). CCC dan NWC merupakan rasio yang dapat digunakan untuk mengukur sejauh mana likuiditas perusahaan (Deloof, 2003; Abuzayed, 2012; Knauer & Wöhrmann, 2013). El-Ansary & Al-Gazzar (2020) menyatakan bahwa manajer harus mempertahankan tingkat modal kerja yang optimal untuk menyeimbangkan *trade-off* dan memaksimalkan kinerja perusahaan.

Beberapa penelitian yang menguji hubungan antara manajemen modal kerja dengan profitabilitas menemukan hubungan yang negatif (Wasiuzzaman, 2015; Aktas et al., 2015, Lazaridis, 2006). Nobanee et al. (2011) menemukan bahwa CCC yang lebih singkat dapat meningkatkan profitabilitas karena adanya peningkatan efisiensi penggunaan modal kerja. Selain itu, NWC yang optimal juga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Baños-Caballero et al., 2014) dan kinerja saham perusahaan (Aktas et al., 2015).

Kajian ini menguji kembali bagaimana hubungan antara modal kerja dengan kinerja perusahaan dengan rumusan masalah: Apakah manajemen modal kerja yang diukur dengan CCC dan NWC memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan? Kajian ini berbeda dari studi sebelumnya dalam dua hal. Pertama, studi ini menggunakan rasio CCC dan NWC untuk mengukur efisiensi modal kerja. Beberapa penelitian sebelumnya hanya menggunakan salah satu pengukuran manajemen modal kerja. Kedua, penelitian ini menggunakan pengukuran kinerja berdasarkan kinerja akuntansi dan kinerja pasar. Hasil penelitian ini diharapkan

dapat memberikan kesimpulan yang lebih konsisten terkait hubungan antara manajemen modal kerja dengan kinerja perusahaan menggunakan dua pengukuran yang berbeda.

Kajian Literatur dan Pengembangan Hipotesis

Beberapa penelitian sebelumnya telah menguji hubungan antara manajemen modal kerja dengan kinerja perusahaan. Hasilnya menunjukkan adanya hubungan negatif antara manajemen modal kerja dengan kinerja perusahaan (Sawarni et al., 2020, Şamiloğlu & Akgün, 2016; Prasad et al., 2019, Nobanee et al., 2011, Le, 2019, Laghari & Chengang, 2019). Semakin singkat *cash conversion cash* (CCC) semakin tinggi profitabilitas perusahaan (Allini et al., 2018; Charitou et al., 2010). Knauer & Wöhrmann (2013) menginvestigasi hubungan manajemen modal kerja dengan profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa semakin rendah rasio CCC semakin meningkat profitabilitas perusahaan. Lazaridis (2006) yang menggunakan sampel perusahaan di Bursa Efek Athena juga menunjukkan hubungan yang negatif antara CCC dengan profitabilitas. Hubungan negatif antara CCC dan NWC dengan profitabilitas terjadi khususnya pada perusahaan-perusahaan yang memiliki CCC dan NC yang rendah. El-Ansary & Al-Gazzar (2020) menyatakan bahwa tingkat persediaan yang lebih besar dapat mengurangi biaya pasokan dan sebagai mekanisme lindung nilai (*hedging*) terhadap ketidakpastian harga input serta dapat mencegah gangguan operasional dan hilangnya peluang bisnis karena *stock-out*.

Namun demikian, penelitian-penelitian lainnya menunjukkan hubungan positif antara manajemen modal kerja dengan profitabilitas perusahaan. Misalnya, penelitian Abuzayed (2012), Anton & Afloarei Nucu (2020) menemukan bahwa CCC berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa semakin tinggi profitabilitas sebuah perusahaan, semakin rendah motivasinya untuk melakukan manajemen modal kerja. Untuk itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H₁: *Net working capital* dan *cash conversion cash* yang rendah berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan.

Le (2019) menyatakan bahwa NWC dan CCC saling berkaitan. Peningkatan pada persediaan dan piutang, dan/atau penurunan pada utang memiliki kaitan dengan kenaikan *days sales inventory* (DSI), *days sales outstanding* (DSO) serta penurunan *days payable outstanding* (DPO), sehingga NWC dan CCC mengalami peningkatan. Apabila perusahaan memiliki NWC yang tinggi, maka perusahaan akan memiliki tingkat persediaan dan piutang yang lebih tinggi dan/atau utang yang lebih rendah daripada yang diperlukan. Dalam kedua konteks tersebut, NWC dan CCC yang tinggi akan menyebabkan nilai perusahaan menjadi

menurun. Hal ini karena perusahaan yang memiliki modal kerja yang tidak efisien dapat menimbulkan beban bunga yang tinggi dan berpotensi mengalami risiko kebangkrutan (Aktas et al., 2015). Baños-Caballero et al. (2019) menyatakan bahwa tingkat NWC yang tinggi dapat menurunkan nilai perusahaan di negara-negara yang memiliki tingkat perlindungan investor yang rendah. Hasil ini konsisten dengan temuan Wasiuzzaman (2015) yang menyatakan bahwa NWC yang tidak efisien (tinggi) akan menyebabkan nilai perusahaan menjadi menurun. Penurunan nilai perusahaan ini disebabkan oleh pengurangan arus kas bebas akibat investasi yang berlebihan dalam modal kerja. Berdasarkan penjelasan diatas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₂: *Net working capital* yang efisien berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Salah satu keuntungan perusahaan besar adalah mereka memiliki reputasi dan akses yang lebih baik ke pasar modal (Wasiuzzaman, 2015). Secara teori, manajemen modal kerja yang lebih baik dapat meningkatkan pendapatan, karena mendapatkan kelebihan pengembalian aset setelah memenuhi kewajiban jangka pendek. Kelebihan pendapatan berpotensi menguntungkan pemegang saham jika meningkatkan nilai perusahaan bagi mereka yang memegang sahamnya atau jika kelebihan dibayarkan kepada pemegang saham (Filbeck et al., 2016). Aktas et al. (2015) menguji pengaruh manajemen modal kerja pada perusahaan-perusahaan di AS selama periode 1982 hingga 2011. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa perusahaan dapat mencapai tingkat modal kerja yang efisien dan meningkatkan *return* saham serta kinerja operasional perusahaan mereka dengan mengurangi investasi dalam modal kerja. Untuk itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H₃: *Net working capital* berpengaruh negatif terhadap volatilitas *return* saham.

Metode Penelitian

Manajemen modal kerja meliputi manajemen modal jangka pendek suatu perusahaan, yaitu dana yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk membiayai operasi hariannya (Aktas et al., 2015). Dalam kajian ini, manajemen modal kerja diukur dengan dua metode yaitu 1) *Cash Conversion Cycle (CCC)* yang merupakan penjumlahan antara *days sales outstanding/DSO* dengan *days sales inventory/DSI* dikurangi *days payable outstanding/DPO*, dan 2) *Net Working Capital (NWC)*, yaitu $(\text{accounts receivable} + \text{inventories} - \text{accounts payable}) / \text{total book assets}$.

Sementara itu, profitabilitas, nilai perusahaan dan volatilitas *return* saham yang mewakili kinerja perusahaan berturut-turut diukur *return on invested capital (ROIC)*, *market to book value (MTB)* dan standar deviasi dari *return* saham harian. Lebih lanjut, variabel kontrol

yang meliputi *interest*, *leverage* dan *growth* diukur dengan rasio beban pajak dibagi dengan nilai buku aset (*total interest expenses/total book assets*) untuk INTEREST. Sedang LEVERAGE diukur dengan cara membagi total utang dengan total ekuitas (*debt/equity*) dan GROWTH diukur dengan rasio jumlah penjualan tahun sekarang dikurangi dengan jumlah penjualan tahun sebelumnya, dibagi dengan jumlah penjualan tahun sebelumnya (*current year sales – prior year sales*)/*previous year sales*.

Sampel penelitian ditentukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di *Bloomberg Database* pada tahun 2018 yang datanya lengkap untuk mendukung kajian. Tabel 1 menampilkan kriteria penarikan sampel untuk perusahaan non-keuangan.

Tabel 1. Kriteria Penentuan Sampel

Kriteria	Jumlah
Perusahaan publik terdaftar di <i>Bloomberg Database</i> tahun 2018	559
Perusahaan publik tidak menerbitkan laporan tahun 2018	31
Perusahaan publik tidak lengkap data datanya	413
Sampel yang memenuhi kriteria penelitian	115

Sumber: Data Diolah (2021)

Dalam penelitian ini, analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh manajemen modal kerja (CCC dan NWC) terhadap kinerja perusahaan (profitabilitas, nilai perusahaan, volatilitas *return* saham) dan variabel kontrol (total biaya bunga, *leverage*, tingkat pertumbuhan). Model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{Model I} : \text{MTB}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{WC}_{i,t} + \beta_2 \text{INTEREST}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Model II} : \text{ROIC}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{WC}_{i,t} + \beta_2 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Model III} : \text{VOL}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{NWC}_{i,t} + \beta_2 \text{GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Hasil dan Pembahasan

Tabel 2 menyajikan hasil analisis statistik deskriptif tentang nilai rata-rata (189,64), nilai tengah (67,81) dan deviasi standar (569,55) untuk variabel *cash conversion cycle* (CCC). Hasil ini dimaknai bahwa rata-rata perusahaan memiliki tingkat siklus konversi kas yang tinggi. Untuk variabel *net working capital* (NWC), diperoleh nilai rata-rata sebesar 51,98, nilai tengah 0,43 dan deviasi standar relatif besar yaitu sebesar 1270,63. Nilai rata-rata menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan memiliki variasi modal kerja bersih yang besar, dimana nilai minimum dan maksimum untuk NWC masing-masing sebesar -10862,65 dan 3902,30.

Tabel 3 menyajikan uji normalitas dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Nilai residual sebelum outlier tidak terdistribusi secara normal, yang ditandai dengan *p-value* yang kurang dari 0,05 sehingga H_0 ditolak. Sedangkan setelah outlier, nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa residual berdistribusi normal dan H_0 diterima.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Rata-rata	Median	Std. Deviasi	Minimal	Maksimal
CCC	115	189,64	67,81	569,55	-215,58	5280,00
NWC	115	51,98	0,43	1270,63	-10862,65	3902,30
MTB	115	0,02	0,01	0,01	0,01	0,12
ROIC	115	0,10	0,09	0,09	-0,12	0,70
VOL	115	0,30	0,30	0,01	0,01	0,09
INTEREST	115	0,04	0,03	0,06	0,01	0,54
LEVERAGE	115	0,6693	0,38	0,81	0,01	5,33
GROWTH	115	2992,82	0,15	6931,11	-0,41	38362,64

Keterangan: CCC = *cash conversion cycle*; NWC = *net working capital*; MTB = *market to book value*; ROIC = *return on invested capital*; VOL = *volatilitas return saham*.

Sumber: Data Diolah (2021)

Tabel 3. Hasil Uji Statistik Non-Parametrik *Kolmogorov-Smirnov (KS)*

Model I: $MTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WC_{i,t} + \beta_2 INTEREST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

	<i>Unstandardized Residual</i>	
	Sebelum	Setelah
N	115	108
KS Z	1,48	1,34
<i>Asymp. Sig.</i>	0,02	0,05

Model II: $ROIC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WC_{i,t} + \beta_2 LEVERAGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

N	115	111
KS Z	1,38	0,58
<i>Asymp. Sig.</i>	0,04	0,88

Model III: $VOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NWC_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

N	115	113
KS Z	1,91	1,31
<i>Asymp. Sig.</i>	0,00	0,06

Keterangan: WC = *working capital*; CCC = *cash conversion cycle*; NWC = *net working capital*; MTB = *market to book value*; ROIC = *return on invested capital*; VOL = *volatilitas return saham*.

Sumber: Data Diolah (2021)

Tabel 4 menyajikan hasil pengujian multikolinieritas yang menunjukkan bahwa seluruh variabel independen tidak ada yang memiliki nilai toleransi kurang dari 0,10 dan nilai VIF

nilai jauh di bawah 10. Artinya, tidak ada multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi I, II dan III.

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinieritas

Model I: $MTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WC_{i,t} + \beta_2 INTEREST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Variabel	Toleransi	VIF	Kesimpulan
CCC	0,98	1,01	Tidak ada multikolinieritas
NWC	1,00	1,00	Tidak ada multikolinieritas
INTEREST	0,98	1,01	Tidak ada multikolinieritas
Model II: $ROIC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WC_{i,t} + \beta_2 LEVERAGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
CCC	0,98	1,01	Tidak ada multikolinieritas
NWC	1,00	1,00	Tidak ada multikolinieritas
LEVERAGE	0,98	1,01	Tidak ada multikolinieritas
Model III: $VOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NWC_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
NWC	0,98	1,01	Tidak ada multikolinieritas
GROWTH	0,98	1,01	Tidak ada multikolinieritas

Keterangan: WC = *working capital*; CCC = *cash conversion cycle*; NWC = *net working capital*; MTB = *market to book value*; ROIC = *return on invested capital*; VOL = *volatilitas return saham*.

Sumber: Data Diolah (2021)

Tabel 5 menyajikan hasil pengujian asumsi heterosedastisitas melalui uji Glejser. Dapat disimpulkan bahwa model bebas dari masalah heterosedastisitas karena seluruh variabel diperoleh nilai signifikansi lebih besar dari 0,05.

Tabel 5. Hasil Uji Glejser

Model I: $MTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WC_{i,t} + \beta_2 INTEREST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
	<i>Unstandardized Coefficients</i>		t	Signifikansi
	B	<i>Std. Error</i>		
CCC	-6,38	0,00	-0,49	0,62
NWC	-5,68	0,00	-0,98	0,32
INTEREST	0,01	0,01	0,10	0,29
Model II: $ROIC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WC_{i,t} + \beta_2 LEVERAGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
CCC	-1,15	0,00	-1,70	0,09
NWC	5,88	0,00	0,01	0,84
LEVERAGE	-0,00	0,00	-0,06	0,47
Model III: $VOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NWC_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
NWC	-5,91	0,00	-0,08	0,40
GROWTH	3,75	0,00	0,28	0,77

Keterangan: WC = *working capital*; CCC = *cash conversion cycle*; NWC = *net working capital*; MTB = *market to book value*; ROIC = *return on invested capital*; VOL = *volatilitas return saham*.

Sumber: Data Diolah (2021)

Tabel 6 menyajikan hasil analisis regresi berganda sebagai alat uji hipotesis. Dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1, 2 dan 3 diterima. Dalam hipotesis pertama dinyatakan bahwa NWC dan CCC yang rendah memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan. Hubungan positif antara NWC yang rendah dengan tingkat profitabilitas dapat dijelaskan sebagai berikut: Pertama, perusahaan perlu modal kerja guna mendanai aktivitas operasionalnya. Sementara itu, *net working capital* adalah kelebihan aset lancar di atas liabilitas lancar. Manajemen modal kerja yang efisien memiliki peran untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dalam jangka panjang. Apabila perusahaan kekurangan modal kerja untuk meningkatkan produksi dan penjualannya, maka besar kemungkinan akan kehilangan pendapatan dan keuntungan, yang pada akhirnya dapat menurunkan profitabilitas. Kedua, siklus operasi perusahaan terdiri atas tiga kegiatan pokok yaitu dimulai dari pengadaan bahan, proses produksi hingga distribusi. Jika periode mulai pengeluaran sampai penerimaan kembali kas semakin lama (*cash conversion cycle*), maka keperluan modal kerja perusahaan semakin besar. Perusahaan akan menghadapi masalah likuiditas jika ia tidak

Tabel 6. Hasil Uji Regresi Berganda

Model I: $MTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WC_{i,t} + \beta_2 INTEREST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
	<i>Unstandardized Coefficients</i>	t	Signifikansi
Konstanta	0,02	9,58	0,00
CCC	-1,11	-2,59	0,01
NWC	-4,79	-2,24	0,02
INTEREST	-0,09	-2,51	0,01
<i>Adjusted R² = 0,14; F = 4,68; p-value = 0,00</i>			
Model II: $ROIC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WC_{i,t} + \beta_2 LEVERAGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Konstanta	0,09	4,29	0,00
CCC	-1,79	-0,79	0,15
NWC	0,08	2,00	0,04
LEVERAGE	-0,03	-4,77	0,00
<i>Adjusted R² = 0,14; F = 4,53; p-value = 0,00</i>			
Model III: $VOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NWC_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Konstanta	0,02	21,04	0,00
NWC	-1,95	-2,15	0,03
GROWTH	4,84	2,91	0,00
<i>Adjusted R² = 0,08; F = 5,84; p-value = 0,00</i>			

Keterangan: WC = *working capital*; CCC = *cash conversion cycle*; NWC = *net working capital*; MTB = *market to book value*; ROIC = *return on invested capital*; VOL = *volatilitas return saham*.

Sumber: Data Diolah (2021)

memiliki modal kerja yang cukup sehingga tidak mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya sesuai waktunya. Menurut *Pecking Order Theory*, perusahaan yang *profitable* cenderung memiliki utang yang relatif sedikit sedang yang kurang *profitable*, karena pendanaan internal tidak mencukupi, mereka memiliki utang lebih besar dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai dibandingkan penerbitan saham baru. Hasil penelitian ini konsisten dengan Aktas et al. (2015) yang menemukan hubungan negatif antara NWC dan CCC dengan kinerja perusahaan.

Hipotesis kedua kajian menyatakan bahwa NWC yang efisien berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Wasiuzzaman (2015) menjelaskan bahwa selain tingkat efisiensi modal kerja, peningkatan manajemen modal kerja secara signifikan mempengaruhi pendapatan operasional di masa depan. Peningkatan piutang (atau kredit perdagangan ke perusahaan lain) menghasilkan kinerja masa depan yang lebih tinggi. Nilai perusahaan dipengaruhi secara positif oleh perubahan kebijakan manajemen modal kerja.

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa NWC berpengaruh negatif terhadap volatilitas *return* saham. Hasil ini mengindikasikan bahwa dalam mengelola modal kerja, manajer perusahaan harus memahami *trade-off* antara tujuan profitabilitas dengan pengendalian risiko. Demikian pula, setiap investor memiliki tujuan pengembalian yang berbeda dan tingkat toleransi risiko. Oleh karena itu, tingkat NWC yang efisien dapat mempengaruhi kinerja perusahaan dan harus dipertimbangkan dalam proses pengambilan keputusan investor. Le (2019) menyatakan bahwa tingkat NWC optimal dapat menyeimbangkan tingkat profitabilitas dan risiko perusahaan.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *net working capital* (NWC) yang rendah memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan; NWC yang efisien berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan NWC berpengaruh negatif terhadap volatilitas *return* saham. Secara umum, hasil-hasil penelitian ini konsisten dengan temuan-temuan penelitian sebelumnya. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap literatur terkait peran modal kerja terhadap profitabilitas, nilai dan volatilitas *return* saham perusahaan dalam konteks negara berkembang, Indonesia. Hasil penelitian ini juga dapat memberikan manfaat praktik terkait perlunya manajer mempertimbangkan manajemen modal kerja untuk mengatasi *trade-off* antara keputusan untuk meningkatkan profitabilitas sekaligus mengurangi potensi risiko perusahaan.

Penelitian ini tidak terlepas dari kelemahan-kelemahan yang berpotensi mempengaruhi kesimpulan yang diambil dari hasil penelitian ini. Pertama, jumlah sampel penelitian ini relatif sedikit dan terbatas pada periode tahun 2018, sehingga penelitian ini tidak dapat menangkap pengaruh perubahan kinerja perusahaan pada waktu sebelum (t-1) dan sesudah (t+) periode amatan. Kedua, model penelitian ini terbatas pada beberapa jumlah variabel kontrol. Penelitian mendatang diharapkan dapat mengembangkan penelitian ini dengan mempertimbangkan periode pengamatan yang lebih panjang sehingga dapat menangkap pengaruh kinerja perusahaan dalam periode waktu yang berbeda-beda. Penelitian berikutnya diharapkan dapat mengembangkan model kajian dengan mempertimbangkan faktor-faktor lain yang diduga mempengaruhi hubungan antara manajemen modal kerja dengan kinerja perusahaan. Misalnya, dengan mempertimbangkan variabel moderasi untuk mengontrol hubungan antara manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan berdasarkan kepemilikan, industri, ukuran perusahaan.

Daftar Pustaka

- Abuzayed, B. 2012. Working capital management and firms' performance in emerging markets: The case of Jordan. *International Journal of Managerial Finance*, 8(2), 155-179. <https://doi.org/10.1108/17439131211216620>.
- Afrifa, G. A. 2016. Net working capital, cash flow and performance of UK SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 15(1), 21-44. <https://doi.org/10.1108/RAF-02-2015-0031>.
- Aktas, N., Croci, E. & Petmezas, D. 2015. Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*, 30, 98-113. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008>.
- Allini, A., Rakha, S., McMillan, D. G. & Caldarelli, A. 2018. Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms. *Research in International Business and Finance*, 44(C), 297-308. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.098>.
- Altaf, N. & Ahmad, F. 2019. Working capital financing, firm performance and financial constraints. *International Journal of Managerial Finance*, 15(4), 464-477. <https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2018-0036>.
- Anton, S. & Afloarei Nucu, A. 2020. The impact of working capital management on firm profitability: Empirical evidence from the Polish listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(1). <https://doi.org/10.3390/jrfm14010009>.

- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P. 2014. Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332-338. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>.
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P. 2019. Net operating working capital and firm value: A cross-country analysis. *BRQ Business Research Quarterly*. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2019.03.003>.
- Charitou, M. S., Elfani, M. & Lois, P. 2010. The effect of working capital management on firm's profitability: Empirical evidence from an emerging market. *Journal of Business & Economics Research*, 8(12), 63-68. <https://doi.org/10.19030/jber.v8i12.782>.
- Deloof, M. 2003. Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-587. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>.
- El-Ansary, O. & Al-Gazzar, H. 2020. Working capital and financial performance in MENA region. *Journal of Humanities and Applied Social Sciences*, 3(4), 257-280. <https://doi.org/10.1108/JHASS-02-2020-0036>.
- Filbeck, G., Zhao, X. & Knoll, R. 2016. An analysis of working capital efficiency and shareholder return. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(1), 265-288. <https://doi.org/10.1007/s11156-015-0550-0>.
- García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P. 2007. Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177. <https://doi.org/10.1108/17439130710738718>.
- Knauer, T. & Wöhrmann, A. 2013. Working capital management and firm profitability. *Journal of Management Control*, 24(1), 77-87. <https://doi.org/10.1007/s00187-013-0173-3>.
- Laghari, F. & Chengang, Y. 2019. Investment in working capital and financial constraints. *International Journal of Managerial Finance*, 15(2), 164-190. <https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2017-0236>.
- Lazaridis, I. 2006. Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1), 26-35.
- Le, B. 2019. Working capital management and firm's valuation, profitability and risk. *International Journal of Managerial Finance*, 15(2), 191-204.

- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P. 2011. Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170. <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.595696>.
- Nobanee, H., Abdullatif, M. & AlHajjar, M. 2011. Cash conversion cycle and firm's performance of Japanese firms. *Asian Review of Accounting*, 19(2), 147-156. <https://doi.org/10.1108/13217341111181078>.
- Prasad, P., Sivasankaran, N., Paul, S. & Kannadhasan, M. 2019. Measuring impact of working capital efficiency on financial performance of a firm. *Journal of Indian Business Research*, 11(1), 75-94. <https://doi.org/10.1108/JIBR-02-2018-0056>.
- Şamiloğlu, F. & Akgün, A. İ. 2016. The relationship between working capital management and profitability: Evidence from Turkey. *Business and Economics Research Journal*, 7(2), 1-1. <https://doi.org/10.20409/berj.2016217492>.
- Sawarni, K. S., Narayanasamy, S. & Ayyalusamy, K. 2020. Working capital management, firm performance and nature of business. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(1), 179-200. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-10-2019-0468>.
- Singhania, M. & Mehta, P. 2017. Working capital management and firms' profitability: evidence from emerging Asian countries. *South Asian Journal of Business Studies*, 6(1), 80-97. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-09-2015-0060>.
- Wasiuzzaman, S. 2015. Working capital and firm value in an emerging market. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 60-79. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2013-0016>.