

MODERASI SIFAT BISNIS PENGARUH EFISIENSI MODAL KERJA TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Tesis

untuk memenuhi sebagian persyaratan
mencapai derajat Sarjana S-2

Program Studi Magister Manajemen



Diajukan oleh

Lisbet Siahaan

20/470964/PEK/26691

Kepada

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS GADJAH MADA**

2022

DAFTAR ISI

DAFTAR ISI	i
DAFTAR TABEL	iii
DAFTAR GAMBAR	iv
INTISARI	v
ABSTRACT	vi
BAB I	1
PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	4
1.3 Pertanyaan Penelitian	5
1.4 Tujuan Penelitian.....	6
1.5 Manfaat Penelitian.....	6
1.6 Lingkup Penelitian	7
1.7 Sistematika Penulisan.....	7
BAB II	9
LANDASAN TEORI	9
2.1 Manajemen Modal Kerja.....	9
2.2 Kinerja Perusahaan.....	11
2.3 Sifat Bisnis	13
2.4 Kajian Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis.....	15
2.4.1 Efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan	15
2.4.2 Sifat bisnis memoderasi hubungan efisiensi modal kerja dan kinerja perusahaan	19
2.5 Kerangka Penelitian	22
BAB III	23
METODA PENELITIAN	23
3.1. Desain Penelitian	23
3.2. Metoda Pengumpulan Data	23
3.2.1. Data dan Sampel	23
3.2.2. Metode Pengambilan Sampel.....	24

3.3.	Instrumen Penelitian	25
3.3.1.	Defenisi Operasional	25
3.3.2.	Analisis Regresi	28
3.4.	Metoda Analisis Data	32
3.4.1.	Analisis Statistik Deskriptif	32
3.4.2.	Uji Estimasi Regresi.....	32
3.4.3.	Uji Asumsi Klasik.....	33
3.5.	Metode Pengujian Hipotesis.....	35
3.5.1.	Metode Estimasi Regresi.....	35
3.5.2.	Metode Pengujian Regresi	35
BAB IV		38
HASIL DAN PEMBAHASAN		38
4.1.	Statistik Deskriptif.....	38
4.2.	Uji Estimasi Regresi	46
4.2.1.	Uji Chow	46
4.2.2.	Uji Hausman	46
4.2.3.	Uji Langrange Multiplier	46
4.3.	Uji Asumsi Klasik	47
4.3.1.	Uji Normalitas.....	47
4.3.2.	Uji Multikolinearitas	48
4.3.2.	Uji Heterokedastisitas	48
4.4.	Hasil dan Pembahasan Hipotesis.....	50
4.4.1.	Efisiensi manajemen modal kerja memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan.....	50
4.4.2.	Sifat bisnis memoderasi hubungan efisiensi manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan.....	54
BAB V		58
PENUTUP		58
5.1.	Kesimpulan.....	58
5.2.	Keterbatasan	59
5.3.	Saran	59
5.4.	Implikasi	59
DAFTAR PUSTAKA		61

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Proses seleksi sampel berdasarkan kriteria	24
Tabel 4.1 Hasil olah data statistik deskriptif seluruh sampel.....	38
Tabel 4.2 Hasil olah data statistik deskriptif kelompok manufaktur	40
Tabel 4.3 Hasil olah data statistik deskriptif kelompok perdagangan	42
Tabel 4.4 Tabel output statistik deskriptif kelompok jasa	44
Tabel 4.5 Uji Estimasi model regresi.....	46
Tabel 4.6 Estimasi model regresi	47
Tabel 4.7 Tabel uji Multikolinearitas.....	48
Tabel 4.8 Output Uji Glejser.....	49
Tabel 4.9 Output transformasi Uji Glejser	49
Tabel 4.10 Output regresi persamaan 1.....	50
Tabel 4.11 Output regresi persamaan 2, 3 dan 4.....	52
Tabel 4.12 Output regresi persamaan 5.....	54

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Penelitian	22
Gambar 4.1 Uji Normalitas	48

INTISARI

MODERASI SIFAT BISNIS PENGARUH EFISIENSI MANAJEMEN MODAL KERJA TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Lisbet Siahaan

20/470964/PEK/26691

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan menyelidiki bagaimana sifat bisnis memoderasi hubungan efisiensi manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan. Komponen individu siklus perdagangan bersih yakni hari piutang, hari persediaan, dan hari utang juga diuji secara parsial terhadap kinerja. Data dalam penelitian ini menggunakan sampel sebesar 416 perusahaan non-keuangan dalam periode 2016-2020. Efisiensi manajemen modal kerja sebagai variabel independen diukur dengan *net trade cycle*, kinerja perusahaan sebagai variabel dependen diukur dengan Tobin's Q. Penelitian melibatkan variabel kontrol yakni rasio lancar, *leverage*, pertumbuhan penjualan, ukuran dan usia perusahaan. Pengujian dilakukan dengan metode regresi *fixed effect*. Sampel dikelompokkan ke dalam manufaktur, perdagangan, dan jasa sebagai penetapan bagian sifat bisnis untuk kemudian ditetapkan dummies variabel industri dan dilakukan pengujian regresi. Pengujian regresi yang sama dilakukan terhadap setiap kelompok sampel. Hasil penelitian menemukan bahwa efisiensi manajemen modal kerja memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Sifat bisnis memoderasi hubungan antar variabel. Ada perbedaan arah dan tingkat signifikansi antar kelompok industri sampel penelitian. Efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan pada industri manufaktur, memiliki pengaruh positif signifikan pada industri perdagangan dan memiliki pengaruh negatif tidak signifikan pada industri jasa.

Kata kunci: Manajemen modal kerja, kinerja perusahaan, sifat bisnis

ABSTRACT

NATURE OF BUSINESS MODERATE IMPACT THE EFFICIENCY OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON FIRM PERFORMANCE

Lisbet Siahaan

20/470964/PEK/26691

This study aims to investigate the impact of the efficiency of working capital management on the performance of companies listed on the Indonesian Stock Exchange and how the nature of firm's business moderate the impact of the efficiency of working capital management on the firm performance. The individual components of the net trade cycle that is receivable days, inventory days, and payable days are also partially tested on the firm performance. The data for this study were collected for 416 non-financial firms for the period 2016-2020. Efficiency of working capital management as an independent variable is measured with the net trade cycle, the firm performance as the dependent variable is measured with Tobin's Q. The study involves component of control variables that is current ratio, leverage, growth in sales, size and the age of firms. Fixed-effect regression models were run. Sample firms were segregated into manufacturing, trading, and services group as part of the nature of firm's business for then assign the dummy of industry variabel and regression with fixed-effect models for each group. The results report that the efficiency of working capital management has a significant negative effect on firm performance. The nature of firm business moderate of the impact efficiency of working capital management on firm performance. There are differences in direction and level of significance between the research sample industry groups. The efficiency of working capital management on firm performance has a negative significant effect on the manufacturing industry, has a positive significant effect on the trading industry and has no effect on the services industry.

Keywords: Working capital management, firm performance, nature of business

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perusahaan dalam operasinya berkewajiban memaksimalkan profit dan kepuasan pemegang saham. Pihak manajemen sebagai pengelola roda perusahaan harus memperhatikan faktor terkait yang saling mempengaruhi, dimana tergolong di antaranya ialah terkait dengan bagaimana modal kerja dikelola. Modal kerja berbicara mengenai bagaimana perusahaan memenuhi kewajiban lancar dengan mengelola aset lancar. Kemampuan manajer atau pihak manajemen mengelola piutang usaha, utang dan persediaan dengan efektif merupakan faktor yang mempengaruhi terhadap kelangsungan hidup perusahaan (Gitman dan Zutter, 2012). Keberhasilan pihak manajemen mengelola modal kerja akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Kinerja bisnis dalam hal profitabilitas atau nilai pasarnya merupakan output dari ragam keputusan yang diambil dan diimplementasikan oleh perusahaan (Aras dan Yildirim, 2018).

Manajemen modal kerja (WCM) melibatkan keputusan keuangan mendasar untuk memungkinkan perusahaan memenuhi biaya yang berhubungan dengan operasi dan untuk terus memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek kapan pun kewajiban itu muncul (Ukaegbu, 2014). Menghadapi model dan lingkungan bisnis masa kini yang berubah cepat, perusahaan harus mampu mengelola kas dan modal kerja secara mendasar. Pentingnya keputusan keuangan, estimasi kebutuhan keuangan bisnis dalam jangka pendek maupun panjang adalah indikator pencapaian

nilai perusahaan. Estimasi diperlukan agar perusahaan tidak memiliki investasi yang berlebihan atau sumber daya yang tidak memadai.

Menurut laporan Ernst and Young dalam publikasi tahunan kedua belas “*All tied up working capital management report 2019*” berdasarkan survei terhadap 1.500 perusahaan di Amerika Serikat dan Eropa. Secara keseluruhan, setiap perusahaan memiliki US\$2,5 triliun modal kerja berlebih. Angka ini setara dengan hampir 10% dari penjualan gabungan perusahaan. Dengan kata lain, untuk setiap US\$1 miliar dalam penjualan, peluang peningkatan modal kerja rata-rata adalah US\$100 juta. Empat dari tujuh wilayah dan negara yang dianalisis di luar AS dan Eropa melaporkan peningkatan kinerja modal kerja. Di Indonesia, manajemen modal kerja mendapat perhatian lebih, terutama dalam kegiatan pendanaan kebutuhan modal kerja. Di samping Indonesia yang menaruh perhatian lebih atas modal kerja, Buchmann dkk. (2008) berpendapat bahwa kemampuan modal kerja bersih, sebagai potensi sumber dana untuk mendukung pertumbuhan perusahaan sering diabaikan oleh sebagian besar perusahaan.

Sebuah perusahaan, karena pengelolaan modal kerja (WC) yang tidak tepat, membutuhkan lebih banyak sumber daya keuangan dalam rangka memenuhi operasi sehari-hari untuk tingkat aktivitas bisnis yang sama seperti rekan maupun kompetitor. Akibatnya, perusahaan dapat menghadapi masalah keuangan yang merugikan. Apabila suatu perusahaan efisien dalam mengelola modal kerjanya, maka dapat memberikan kinerja keuangan yang unggul.

Efisiensi pengelolaan modal kerja merupakan bidang penting yang dapat ditingkatkan melalui efisiensi manajerial (Prasad et al., 2019a, 2019b). Kemampuan

operasional perusahaan akan terancam jika modal kerja tidak dikelola dengan tepat. Pengelolaannya tentu dipengaruhi oleh lingkungan bisnis. Komprehensivitas dari keseluruhan nilai individu, korporasi maupun faktor lainnya yang berasal dari luar kendali perusahaan sangat dipengaruhi oleh lingkungan maupun jenis bisnisnya.

Sifat bisnis merupakan keadaan yang melekat pada suatu bisnis. Bagaimana suatu bisnis melakukan operasinya dan apa yang mempengaruhinya. Mannes dan Zietlow (2002, 507) menyatakan bahwa tempat dimana industri berada memiliki pengaruh lebih besar pada kekayaan perusahaan daripada *Gross National Product* (GNP). Dari dimensi manajemen modal kerja, terdapat perbedaan tingkat efisiensi pada industri yang beragam dan ditemukan bahwa terjadi fluktuasi dari waktu ke waktu, perilaku ini tidak konstan dan stabil. Filbeck dan Krueger (2005) telah meneliti pola dan melakukan analisis terkait dengan ukuran modal kerja di berbagai industri dan menemukan bahwa hal tersebut tidak seragam di seluruh industri. Industri penerbangan tentu memiliki sistem pengelolaan modal kerja yang berbeda dengan industri makanan dan minuman. Demikian halnya dengan stabilitas manajemen modal kerja industri terkait.

Berdasar pada pemahaman tersebut, menjadi perlu bagi penelitian masa kini untuk memeriksa bagaimana arah dan signifikansi hubungan antar manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan, di luar dari bagaimanakah hubungannya. Hal ini dapat disebut dengan sifat bisnis mempengaruhi hubungan antar manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan.

1.2 Rumusan Masalah

Menurut studi kinerja modal oleh PricewaterhouseCoopers pada tahun 2021, tercatat bahwa secara global terjadi penurunan sebesar 16 persen pendapatan tahunan perusahaan, ada peningkatan sebanyak 5 hari pada manajemen modal kerja pada kuartal dua 2020, dan tiga dari empat sektor mengalami kinerja yang memburuk. Secara khusus, ada empat sektor yang mengalami peningkatan modal kerja harian, yakni kedirgantaraan, otomotif, perhotelan dan rekreasi, dan manufaktur.

Pemulihan ekonomi nasional, langkah menstimulus perbaikan ekonomi, sangat digencarkan tak terkecuali di Indonesia. Pertemuan tahunan Bank Indonesia, pada Desember 2020 membahas mengenai adanya strategi yang ditetapkan untuk merespon kebijakan pemulihan, yakni 1) dibukanya sektor-sektor yang produktif dan aman, 2) meningkatnya anggaran yang direalisasikan dalam rangka semakin cepatnya stimulus fiskal, 3) meningkatkan permintaan maupun penawaran kredit, 4) percepatan realisasi dana moneter dan kebijakan-kebijakan makro, dan 5) ekonomi dan keuangan yang terdigitalisasi, secara khusus UMKM. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menyampaikan bahwa modal sebesar Rp 33,2 triliun telah dikururkan di pasar modal. Hal tersebut ialah untuk mendanai sektor usaha yang sempat mengalami kemacetan akibat pandemi. Dicatat bahwa, sampai pada akhir Mei 2021, sektor usaha ritel menjadi bidang usaha yang lebih banyak menerima tambahan modal kerja, yakni sebesar 19,5 persen. Disusul sektor batu bara sebesar 19,5 persen beberapa sektor lainnya yang juga memperoleh modal tambahan dari negara.

Pentingnya manajemen modal kerja di era bisnis yang bergerak cepat, krusialnya kinerja perusahaan yang dipengaruhi oleh sifat bisnis. Secara umum, manajemen modal kerja, melalui investasi yang tidak berlebih atau kurang akan berdampak positif terhadap kinerja perusahaan. Namun, tidak sama untuk setiap industri. Tingkat investasi di modal kerja sangat dipengaruhi oleh industri atau sifat bisnis (Hawawini et al., 1986). Di Indonesia, penelitian Pratiwi dan Setianto (2019) menemukan hasil bahwa kelebihan modal kerja memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian ini akan menganalisis dampak dari efisiensi pengelolaan modal kerja (WCM) pada kinerja perusahaan dan menjelajahi bagaimana sifat bisnis perusahaan mempengaruhi signifikansi dan arah dampak dari manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan. Penelitian akan dilakukan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2016-2020.

1.3 Pertanyaan Penelitian

Berdasar pada rumusan masalah tersebut di atas, pertanyaan penelitian ini dirumuskan sebagai berikut.

1. Apakah efisiensi manajemen modal kerja berdampak pada kinerja perusahaan di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah sifat bisnis perusahaan berdampak pada pengaruh efisiensi modal kerja terhadap kinerja perusahaan di Bursa Efek Indonesia?

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasar pada pertanyaan penelitian tersebut di atas, tujuan penelitian ini sebagai berikut.

1. Menguji pengaruh efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan di Bursa Efek Indonesia.
2. Menguji dampak sifat bisnis perusahaan terhadap pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

1.5 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan akan memberikan dampak sebagai berikut.

1. Manfaat Empiris.
 - a. Memberikan bukti empiris dari pasar Indonesia khususnya perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, kecuali institusi keuangan mengenai pengaruh efisiensi modal kerja terhadap kinerja perusahaan yang dipengaruhi oleh sifat bisnis.
 - b. Berkontribusi kepada civitas akademika sebagai bahan penelitian tentang topik-topik yang berkaitan dengan penelitian penulis dan perkembangannya di masa mendatang.
2. Manfaat Praktis.
 - a. Hasil penelitian ini dapat menjadi alternatif penilaian dan pertimbangan investor dalam menilai dan menetapkan kriteria kinerja perusahaan dalam efisiensi modal kerja tentang keputusan untuk membeli/menjual saham emiten terkait.

- b. Hasil penelitian dapat dijadikan bahan evaluasi bagi pihak manajemen perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mengenai pengaruh efisiensi modal kerja terhadap kinerja perusahaan yang dipengaruhi oleh sifat bisnis.

1.6 Lingkup Penelitian

Ruang lingkup penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Objek penelitian merupakan perusahaan non-keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan yang dijadikan sampel merupakan perusahaan non-keuangan yang mempublikasikan laporan keuangan selama periode 2016-2020.
3. Tupoksi efisiensi manajemen modal kerja dihitung dengan *net trade cycle*, kinerja perusahaan diukur dengan Tobin's Q. Komponen individu modal kerja, yakni hari piutang, persediaan, dan utang akan diuji secara parsial terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini juga menguji bagaimana sifat bisnis memengaruhi arah hubungan dan signifikansi manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan. Sifat bisnis diketahui dengan mengelompokkan sub industri sampel penelitian yang ditetapkan dalam IDX-IC (*Indonesian Stock Exchange- Industrial Classification*) ke dalam 3 kelompok, yakni manufaktur, perdagangan, dan jasa.

1.7 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. BAB I: PENDAHULUAN

Bab ini menyajikan latar belakang, rumusan masalah, pertanyaan penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

2. BAB II: LANDASAN TEORI

Bab ini menyajikan landasan teori, kajian penelitian terdahulu, hipotesis penelitian, dan model penelitian.

3. BAB III: METODE PENELITIAN

Bab ini menyajikan desain penelitian, metode pengumpulan data, instrumen penelitian, dan metode analisis data.

4. BAB IV: HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab ini menyajikan deskripsi data, hasil analisis data, dan pembahasan.

5. BAB V: SIMPULAN

Bab ini menyajikan simpulan penelitian, implikasi dari temuan penelitian, dan keterbatasan penelitian.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Manajemen Modal Kerja

Modal kerja merupakan aspek penting dan menjadi komponen wajib yang mendapatkan atensi perusahaan. Dalam operasinya, perusahaan memiliki aktiva lancar dan tetap. Sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan, termasuk komponen aktiva lancar dan tetap dalam transaksi, aktivitas maupun kegiatan operasional dalam perusahaan harus dikelola dengan efisien (Darminto, 2007). Komponen-komponen aktiva tetap terdiri dari: aktiva tidak bergerak (tanah, bangunan, gedung) dan aktiva bergerak (peralatan dan mesin-mesin) dan komponen aktiva lancar meliputi: kas dan setara kas, piutang dagang dan persediaan.

Manajemen modal kerja adalah seluruh kegiatan termasuk keseluruhan fungsi manajemen, yakni aktivitas aset lancar dan kewajiban yang memiliki durasi waktu pendek pada perusahaan. Dalam literatur, manajemen modal kerja telah dianalisis dengan dua pandangan yang menonjol: pertama, pandangan statis, dan kedua, konsep siklus operasi (Richards dan Laughlin, 1980). Pandangan statis atau pengukuran posisi berfokus pada aset dan kewajiban lancar dari neraca dan memandang modal kerja sebagai rasio lancar, yang merupakan nilai aset lancar dikurangi kewajiban lancar. Konsep siklus operasi atau pengukuran aktivitas mengkaji efisiensi pengelolaan kegiatan operasional usaha sebagai siklus konversi kas (Richards dan Laughlin, 1980) atau siklus perdagangan bersih (Shin dan Soenen, 1998) atau siklus konversi kas yang dimodifikasi (Talonpoika dkk., 2014).

Perusahaan merencanakan modal kerja bertujuan untuk mengoptimalkan jumlah dan durasi investasi atau meminimalkan volume investasi dan mempercepat proses siklus bisnis (Nuhiu dan Dermaku, 2017).

Dalam operasinya, perusahaan memulai siklus dengan membeli bahan mentah sampai menjualnya kepada konsumen. Ada batas waktu dan kemungkinan besar transaksi terjadi secara kredit. Ketika perusahaan tidak mampu mempertahankan proporsi modal kerja yang ideal maka kemungkinan menjadi *insolvent*. Dalam hal ini pengukuran efisiensi modal kerja sangatlah perlu.

Siklus konversi kas (*Cash Conversion Cycle/CCC*) telah banyak digunakan sebagai ukuran efisiensi WCM (Enqvist dkk., 2014). Metode ini menjadi pengukuran yang lazim digunakan. Didefinisikan juga bahwa siklus konversi kas merupakan rentang waktu pengumpulan piutang setelah adanya penjualan produk dengan kredit dan rentang waktu pengeluaran untuk pengadaan bahan baku. CCC sebagai proksi untuk mengukur efisiensi WCM lebih berfokus pada durasi kas terikat dalam siklus operasi dan tidak memperhitungkan jumlah dana yang terlibat pada berbagai tahap siklus operasi. Agar fokus pengukuran terarah pada komitmen sumber daya nyata untuk proses modal kerja total, Gentry et al. (1990) mengusulkan konsep bobot tertimbang CCC (WCCC). Namun, kompleksitas yang terlibat dalam pengambilan berbagai data operasi dan keuangan dari perusahaan cukup rumit sehingga aplikasi metode WCCC menjadi sangat sulit.

Shin dan Soenen (1998) telah mengusulkan konsep siklus perdagangan bersih (*Net Trade Cycle/NTC*) yang didasarkan pada konsep penjualan harian yang

dimiliki perusahaan untuk membiayai modal kerjanya. Dengan pertimbangan siklus perdagangan harian, akan lebih menggambarkan lebih jelas kondisi harian suatu perusahaan terkait. NTC, metode yang lebih jelas menggambarkan transaksi harian kegiatan operasi usaha, maka penelitian ini menggunakan metode ini sebagai tupoksi pengukuran efisiensi modal kerja.

2.2 Kinerja Perusahaan

Kinerja merupakan salah satu tolok ukur dan acuan mengenai bagaimana perusahaan berhasil mengelola organisasi lewat tugas, ketentuan wajib maupun tidak serta hal lainnya yang harus ditunaikan. Secara umum, kinerja menunjukkan performa atau kegiatan dari suatu organisasi baik sebagian maupun seluruhnya dalam suatu periode (Mulyadi, 2001 dalam Hanuma, 2011).

Menurut Fauzi (1995:207) “Kinerja merupakan suatu istilah umum yang digunakan untuk sebagian atau seluruh tindakan atau aktivitas dari suatu organisasi pada suatu periode, seiring dengan referensi pada sejumlah standar seperti biaya-biaya masa lalu atau yang diproyeksikan, suatu dasar efisiensi, pertanggungjawaban atau akuntabilitas manajemen dan semacamnya”. Menurut Mulyadi (2001:337) “Kinerja adalah keberhasilan personil, tim, atau unit organisasi dalam mewujudkan sasaran strategik yang telah ditetapkan sebelumnya dengan perilaku yang diharapkan.”

Kinerja perusahaan merupakan prestasi terukur dari perusahaan sebagai akibat dari adanya keputusan yang diambil dan diimplementasikan, dimana rangkaian keputusan ini merupakan hal kompleks dan sukar (Mariewaty & Setyani (2005).

Kinerja menjadi hasil yang terukur dan harus menggambarkan kondisi empirik. Menjadi hal yang kompleks dan sulit karena tidak lepas dari efektivitas dan efisiensi modal dimanfaatkan, rentabilitas dari kegiatan perusahaan, dan menjadi output dari pengoperasian bisnis dalam periode akuntansi. Menurut Rudianto (2013: 189) kinerja keuangan adalah pencapaian berupa hasil maupun prestasi manajemen perusahaan dalam rangka mengoperasikan fungsinya dengan efektif dan efisien terkait pengelolaan aset perusahaan dalam suatu periode terukur dan tertentu. Hal tersebut perlu diketahui melalui pengukuran kinerja.

Pengukuran kinerja menjadi refleksi dari acuan nilai dasar dan budaya organisasi. Hal tersebut juga menjadi gambaran nilai baik buruknya suatu kinerja yang dapat ditunaikan dengan ketetapan waktu dan biaya, serta capaian kualitas yang maksimal (Tatikonda dan Tatikonda, 1998: 67). Perusahaan yang maksimal dalam mengelola modal kerja, umumnya mendapatkan imbal hasil kerja yang tinggi dan meningkatkan naiknya nilai bisnis di pasar. Besaran nilai perusahaan di pasar sangat penting sebab hal itu akan sejalan dengan keinginan investor untuk menanamkan modal ke perusahaan lewat pembelian saham, dan instrumen investasi lainnya. Oleh sebab itu, tupoksi kinerja perusahaan pada penelitian ini dinilai dengan proksi Tobin's Q. Tobin's Q merupakan salah satu rasio pengukuran nilai perusahaan. Tobin's Q merupakan alat ukur, rasio, yang menjadi makna dari nilai perusahaan baik gambaran dari aktiva berwujud maupun tidak.

Menurut Naqsyabandi (2015) mengatakan bahwa rasio nilai perusahaan dari nilai asetnya merupakan makna dari Tobin's Q. Apabila nilai periode saat ini lebih besar dari periode lalu, maka dapat dinyatakan bahwa ada kemungkinan bahwa

perusahaan mengelola asetnya dengan lebih baik sehingga laba perusahaan meningkat. Beberapa keuntungan dari alat ukur ini yaitu dapat mencerminkan porsi pemegang saham, tidak dipengaruhi oleh pilihan atau perubahan metode akuntansi yang dapat memungkinkan komparabilitas ukuran di perusahaan berbeda, dan mencerminkan nilai arus kas masa depan daripada kinerja masa lalu sebagaimana tercermin dalam ukuran profitabilitas secara akuntansi.

2.3 Sifat Bisnis

Beberapa ahli dalam kajian dan hasil studinya, mengelompokkan lingkungan dengan berbeda-beda. Ada perbedaan komponen, perilaku maupun hal lain yang akan mempengaruhi. *Environmental munificence* adalah jenjang pengaruh dan dorongan lingkungan terhadap bagaimana suatu organisasi dapat bertumbuh. Pada hakikatnya, pengukuran hal ini berdasar pada tiga skala, yakni biaya produksi, tenaga kerja yang tersedia, dan tingkat persaingan. Ketersediaan tenaga kerja dapat memiliki dampak pada berkurangnya tingkat fokus maupun pengawasan terhadap teknisi, *clerical*, dan pekerja produksi. Sedangkan fokus yang berorientasi pada permintaan di pasar, baik lokal maupun asing tercakup dalam *competitive hostility* (tingkat persaingan). Hal ini juga berkaitan dengan bagaimana penetapan margin dan kualitas yang maksimal. Kondisi lingkungan suatu bisnis beroperasi akan mempengaruhi sifat bisnis tersebut dalam pengelolaan operasi termasuk modal kerja. Sifat bisnis juga dapat dikatakan dengan kategori pengelolaan operasi bisnis. Sifat bisnis menjadi pembeda antar satu perusahaan dengan perusahaan lainnya secara khusus terkait dengan kegiatan bisnisnya baik secara terpusat maupun unit lainnya.

Untuk memahami efek spesifik industri pada manajemen modal kerja, para peneliti telah melakukan studi berdasarkan sampel spesifik sektor. Deloof (2003) menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat profit yang lebih tinggi membutuhkan waktu yang lebih singkat untuk membayar pinjaman jangka pendek mereka. Ghosh dan Mazi (2004) mempelajari efisiensi pengelolaan modal kerja industri semen di India mengadopsi model rasio alternatif. Perhitungan efisiensi modal kerja perusahaan semen India dihitung dengan 3 langkah indeks dan hasilnya membuktikan bahwa perusahaan semen India tidak mengelola modal kerja dengan baik selama periode sampel. Gill, Biger dan Mathur (2010) membuat studi tentang hubungan antara manajemen modal kerja dan profitabilitas perusahaan untuk sampel 88 perusahaan manufaktur yang terdaftar di New York Stock periode 2005 hingga 2007. Studi menemukan bahwa ada hubungan positif yang signifikan antara siklus konversi kas dan operasi kotor.

Saat menyelidiki hubungan antara profitabilitas atau nilai perusahaan, penting untuk mengontrol beragam faktor yang dapat mempengaruhi hubungan antar variabel tersebut. Mengikuti Shin dan Soenen (1998), rasio lancar, *leverage* sebagai rasio kewajiban luar terhadap total aset dan pertumbuhan penjualan tahun ke tahun telah diambil sebagai variabel kontrol. Untuk mengontrol dampak ukuran perusahaan, logaritma natural dari total aset telah digunakan sebagai variabel kontrol (Samiloglu dan Demirgunes, 2008). Karena kinerja perusahaan juga dipengaruhi oleh tahap siklus hidup di mana ia beroperasi, penelitian ini juga mengambil usia perusahaan sebagai variabel kontrol.

2.4 Kajian Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

2.4.1. Efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan

Prasad dkk. (2018) menemukan bahwa ada hubungan yang negatif dan signifikan antara manajemen modal kerja dan profitabilitas perusahaan pada sebagian besar penelitian. Deloof (2003) telah melakukan studi pada 1.009 perusahaan Belgia tahun 1992-1996 untuk menyelidiki hubungan antara pendapatan operasional bruto dan *cash conversion cycle* (CCC). Ditemukan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan. Berdasarkan investigasi perusahaan-perusahaan Amerika yang terdaftar, penelitian Shin dan Soenen (1998) juga menemukan bahwa ada hubungan antara profitabilitas dan NTC adalah negatif dan signifikan. Lazaridis dan Tryfonidis (2006) telah menguji hubungan antara CCC dan profitabilitas pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Athena dan diperoleh hasil bahwa hubungan negatif dan signifikan terjadi antara profitabilitas terhadap CCC.

Hubungan negatif tersebut juga telah didukung oleh berbagai penelitian lain seperti: Padachi (2006) berdasarkan perusahaan manufaktur kecil Mauritius, Reheman dan Nasar (2007) berdasarkan 94 perusahaan Pakistan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi, Samiloglu dan Demirgunes (2008) berdasarkan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Turki, Charitou dkk. (2010) berdasarkan 43 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Siprus, Enqvist dkk. (2014) berdasarkan sampel perusahaan yang terdaftar di Finlandia dan Lyngstadaas dan Berg (2016) berdasarkan 21.075 usaha kecil dan menengah (UKM). Ogundipe et al. (2012) pada pengambilan sampel 54 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Nigeria periode 1995-2009.

Berbanding terbalik dengan hasil penelitian tersebut di atas, ada beberapa temuan penelitian memperoleh hasil berbeda. Penelitian Insang dkk. (2010) pada 88 perusahaan manufaktur Amerika yang terdaftar di Bursa Efek New York selama tiga tahun, menemukan bahwa ada hubungan positif antara CCC dan laba operasi kotor. Temuan dari Sharma dan Kumar (2011) mengungkapkan korelasi positif antara manajemen modal kerja dan profitabilitas untuk sebanyak 263 perusahaan India yang terdaftar. Beberapa penelitian lain, seperti Abuzayed (2012), Owolabi dan Obida (2012) dan Akoto dkk. (2013) juga menemukan hubungan positif antara CCC dan profitabilitas.

Selain ukuran komposit efisiensi manajemen modal kerja, peneliti telah menyelidiki bagaimana komponen individu dari modal kerja berdampak pada profitabilitas perusahaan. Tiga komponen modal kerja operasi adalah piutang dan persediaan di sisi aset lancar dan hutang di sisi kewajiban lancar dari neraca perusahaan (Richards dan Laughlin, 1980). Komponen NTC yang terdiri dari hari piutang (RECD), hari persediaan (INVD), dan hari utang (PAYD) akan diuji secara parsial terhadap profitabilitas untuk mengetahui hubungan individu komponen terkait dengan manajemen modal kerja perusahaan.

Ketetapan kebijakan kredit suatu perusahaan umumnya sangat berdampak pada hari piutang (RECD). Nilai hari piutang yang semakin tinggi dianggap sebagai akibat dari kebijakan kredit perusahaan yang liberal. Deloof (2003) menjelaskan bahwa keuntungan dari adanya kebijakan kredit liberal untuk menstimulus penjualan adalah pelanggan memiliki waktu yang lebih panjang untuk menilai kualitas produk dan pelanggan juga dengan mudah dapat memilih

alternatif pembiayaan lain yang lebih murah untuk pembelian produk, menambah unit pembelian, dan belanja dalam jumlah lebih banyak. Namun di sisi lain, kebijakan tersebut dapat berdampak pada terkuncinya modal kerja. Tingkat kembalian yang lama akan menghambat berputarnya modal kerja dan terhalangnya perusahaan untuk mengelola bisnis dengan lebih cepat dan dalam durasi lebih singkat. Deloof (2003), Enqvist dkk. (2014), Lyngstadaas dan Berg (2016) dan Shrivastava dkk. (2017) menemukan bahwa RECD berdampak negatif terhadap profitabilitas. Sebaliknya, Ramachandran dan Janakiraman (2009), Sharma dan Kumar (2011) dan Abuzayed (2012) menemukan sifat hubungan sebagai positif.

Hasil studi yang dilakukan untuk menguji sifat hubungan antara INVD dan profitabilitas perusahaan juga beragam. Deloof (2003), Enqvist dkk. (2014), Lyngstadaas dan Berg (2016) dan Shrivastava dkk. (2017) menemukan hubungan terbalik antara INVD dan profitabilitas perusahaan, sedangkan Insang dkk. (2010), Abuzayed (2012) dan Kumarasawamy (2016) menemukan hubungan positif. Hasil campuran dapat dijelaskan oleh aspek kontradiktif terkait dengan persediaan besar. Di satu sisi, persediaan besar mengurangi kemungkinan posisi kehabisan stok, dan di sisi lain, ini melibatkan besarnya dana yang dikonsumsi (Deloof, 2003). Koumanakos (2008) menunjukkan bahwa tingkat persediaan yang tinggi, selain menjadi beban keuangan, juga akan mengakibatkan semakin banyaknya ruang fisik yang dibutuhkan dan kemungkinan terjadinya pembusukan. Dia juga menyoroti bahwa persediaan yang tidak memadai menyebabkan gangguan siklus bisnis dan memburuknya layanan pelanggan.

Pro dan kontra juga terkait dengan PAYD yang lebih tinggi. Dengan menjaga PAYD lebih tinggi, perusahaan, di satu sisi, memiliki durasi waktu yang lebih panjang untuk menilai kualitas dan cara pendanaan yang ekonomis dan fleksibel; di sisi lain, perusahaan lupa akan manfaat terkait dengan pembayaran lebih awal (Deloof, 2003). Lazaridis dan Tryfonidis (2006) dan Shristava dkk. (2017) menemukan bahwa hubungan antara PAYD dan kinerja perusahaan adalah positif. Sedangkan Deloof (2003), Padachi (2006), Abuzayed (2012), Enqvist dkk. (2014) dan Lyngstadaas dan Berg (2016) menemukan hubungan terbalik.

Menurut Bauer et al. (2004), apabila suatu perusahaan mempunyai tata kelola modal kerja yang lebih baik, maka kemungkinan besar perusahaan terkait mempunyai *stock return* yang lebih tinggi dalam jangka panjang. Tata kelola berbanding lurus dengan nilai perusahaan. Dengan manajemen modal kerja yang efisien akan meningkatkan kinerja perusahaan termasuk nilai pasarnya. Modal kerja yang efisien mengakibatkan performa perusahaan meningkat sehingga harga pasarnya meningkat. Investor akan berminat membeli sahamnya. Pengukuran efisiensi manajemen modal kerja dalam penelitian ini akan diukur dengan Tobin's Q sebagai tupoksi kinerja pasar perusahaan. Hipotesis penelitian ini sebagai berikut.

H1= Ketidakefisienan manajemen modal kerja berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

2.4.2. Sifat bisnis memoderasi hubungan efisiensi modal kerja dan kinerja perusahaan

Pengelolaan manajemen modal kerja mengalami sifat dan penilaian tingkat efisiensi yang berbeda. Pada umumnya, perusahaan jasa lebih rendah kepentingannya terhadap modal kerja dibanding perusahaan manufaktur. Akan tetapi untuk utang, umumnya lebih tinggi. Penelitian mengenai bagaimana efisiensi manajemen modal kerja berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dipengaruhi oleh sifat bisnis masih jarang diteliti. Prasad, dkk. (2018) telah menemukan bahwa hanya 8 dari 75 makalah penelitian yang sangat dikutip bertema seputar studi modal kerja lintas industri.

Gilbert dan Reichert (1995) menemukan bahwa model manajemen piutang guna meningkatkan efisiensi manajemen modal kerja digunakan oleh 59 persen dari perusahaan yang terdaftar di The Fortune 500's. Sementara penelitian Farragher, Kleiman, dan Sahu (1999) terhadap 55 persen dari perusahaan yang terdaftar dalam S&P Industrial, ditemukan bahwa manajemen piutang dan persediaan tidak menjadi objek yang meningkatkan performa manajemen modal kerja pada perusahaan. Setiap industri memiliki ragam teknik pengelolaan modal kerja.

Peel dan Wilson (1996) yang telah mempelajari modal kerja dan praktik manajemen keuangan di sektor kecil, dan Ghosh dan Majhi (2004) dan Mukhopadhyay (2004) telah menganalisis efisiensi manajemen modal kerja pada perusahaan semen India dan perusahaan rekayasa berat. Beberapa contoh lain termasuk studi tentang investigasi dampak manajemen modal kerja terhadap profitabilitas di sektor minyak dan gas oleh Shah dan Sana (2006). Penelitian Ganesan (2007) tentang efisiensi manajemen modal kerja di industri peralatan

telekomunikasi dan investigasi dampak manajemen modal kerja terhadap profitabilitas di sektor manufaktur dan konstruksi oleh Makori dan Jagongo (2013). Azhagaiah dan Muralidharan (2009), menganalisis efisiensi modal kerja manajemen dengan laba sebelum bunga dan pajak industri kertas India antara 1997-1998 dan 2005-2006. Penelitian yang dikerjakan ini menguji secara empiris bagaimana modal kerja yang efisien memiliki dampak terhadap kinerja perusahaan. Melibatkan indeks pemanfaatan dan indeks efisiensi bersama dengan variabel lainnya yaitu, siklus konversi kas, periode piutang, periode hutang dan periode persediaan. Hasil penelitian menemukan bahwa industri kertas India mengelola modal kerja secara efisien selama periode penelitian.

Sawarni, Kumar Sanjay (2020) meneliti efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan yang dipengaruhi oleh sifat bisnis. Penelitian ini mengelompokkan bisnis terhadap kelompok manufaktur, perdagangan dan jasa. Ditemukan bahwa ada perbedaan pengaruh efisiensi pengelolaan modal kerja dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan untuk perusahaan manufaktur, perdagangan, dan jasa. Perusahaan manufaktur memiliki rerata *day sales outstanding* lebih tinggi dibanding perdagangan, tetap efisien bagi perusahaan tersebut dikarenakan kuantitas produksi dan fokus operasi usaha yang berbeda dengan perusahaan perdagangan. Perusahaan yang bergerak di bidang jasa, tentu tidak memiliki persediaan bahan baku namun memiliki nilai pengumpulan piutang yang rendah. Artinya bahwa perputaran piutang yang cepat adalah intensitas komponen modal kerja yang sangat signifikan bagi perusahaan yang ada di kelompok ini.

Livingston dalam Veliyath (1996) menyatakan bahwa konteks industri memberikan pengaruh penting bagi kinerja dan risiko bisnis. Lingkungan industri memiliki tingkat volatilitas berbeda (Aldrich dalam Veliyath, 1996). Volatilitas meningkatkan hal yang tidak dapat diprediksi, dalam bagian perusahaan, salah satunya modal kerja. Modal kerja akan berpengaruh terhadap beragamnya hasil operasi perusahaan seperti kebijakan penjualan produk, pengelolaan persediaan, utang dan komponen modal kerja lainnya. Meningkatnya volatilitas akibat keberagaman industri akan berdampak efisiensi manajemen modal kerja dan fluktuasi kinerja, dimana hal tersebut akan berdampak terhadap fokus operasi perusahaan.

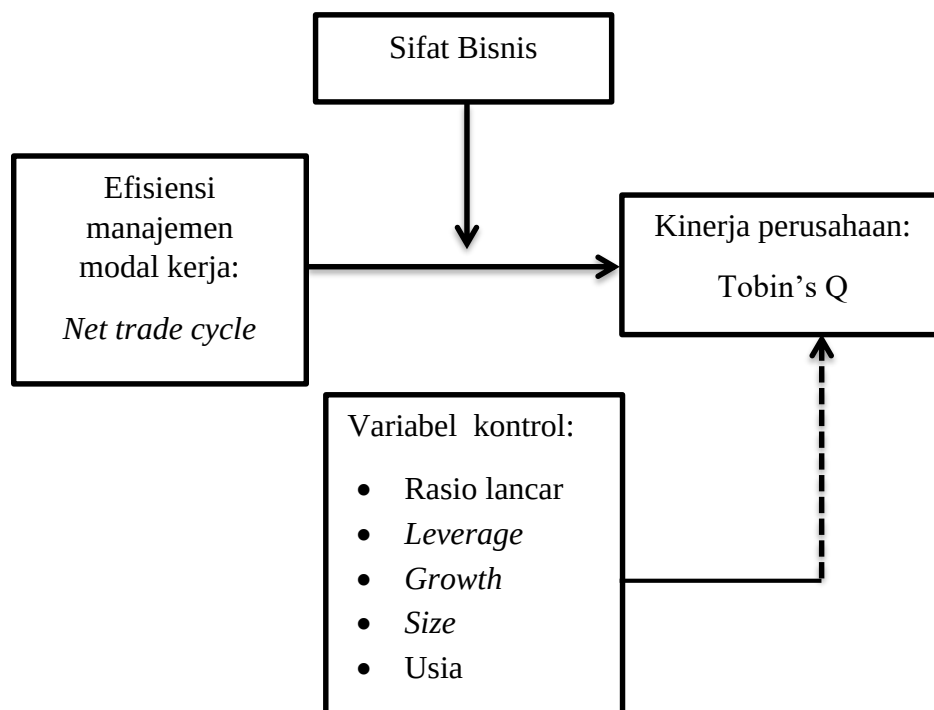
Objektivitas dari manajemen modal kerja adalah mengelola keseimbangan komponen modal kerja dengan maksimal. Banyak perusahaan yang mengimplementasikan strategi Six Sigma, dimana strategi ini dapat menurunkan nilai *day sales outstanding* (DSO), mempercepat siklus pembayaran, meningkatkan kepuasan konsumen dan mengurangi jumlah biaya yang dibutuhkan dalam modal kerja. Namun hal ini tidak memiliki standar yang sama dalam lintas industri.

Merujuk pada pengumuman Bursa Efek Indonesia pada 25 Januari 2021, klasifikasi industri perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia akan dinamakan dengan *IDX Industrial Classification (IDX-IC)* menggantikan *Jakarta Stock Industrial Classification (JASICA)*. Penelitian ini mengelompokkan bisnis ke dalam kelompok manufaktur, perdagangan, dan jasa berdasarkan sub industri yang dipublikasi dalam IDX IC atas sampel penelitian. Hipotesis penelitian ini sebagai berikut.

H2= Sifat bisnis memoderasi hubungan efisiensi manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan.

2.5 Kerangka Penelitian

Berdasar pada uraian teoritis dan kajian-kajian penelitian terdahulu yang telah diuraikan, maka terdapat variabel yang diidentifikasi dapat dipengaruhi oleh efisiensi manajemen modal kerja, yakni kinerja perusahaan yang terdiri dari kinerja pasar serta adanya pengaruh hubungan dan arah efisiensi manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan yang dipengaruhi oleh sifat bisnis. Dengan demikian kerangka model penelitian ini dapat disusun seperti gambar berikut.



Gambar 2.1 Kerangka Penelitian

BAB III

METODA PENELITIAN

3.1. Desain Penelitian

Metode kuantitatif merupakan metode yang digunakan dalam penelitian. Metode kuantitatif dalam penyelesaiannya menggunakan data berupa angka dari laporan perusahaan sampel. Variabel penelitian ini adalah *net trade cycle* sebagai tupoksi pengukuran dari efisiensi manajemen modal kerja. Tobin's Q sebagai tupoksi pengukuran dari kinerja perusahaan. Dalam penelitian ini juga melibatkan variabel kontrol, yakni rasio lancar, *leverage*, ukuran perusahaan, usia, dan pertumbuhan perusahaan.

Komponen individu modal kerja, yakni hari piutang (RECD), persediaan (INVD), dan utang (PAYD) juga diuji secara individu untuk mengetahui hubungannya terhadap kinerja perusahaan. Pengujian sifat bisnis memoderasi hubungan manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan akan diketahui dengan mengelompokkan perusahaan yakni manufaktur, perdagangan dan jasa.

3.2. Metoda Pengumpulan Data

3.2.1. Data dan Sampel

Data yang bersifat sekunder adalah data yang digunakan dalam penelitian ini. Dimana data yang akan diolah didapatkan melalui media perantara. Data pada penelitian ini merupakan data laporan keuangan perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2016-2020. Data diperoleh dari Thomson Reuters Eikon, Bursa Efek Indonesia dan website resmi perusahaan

terkait. Alasan untuk memilih hanya perusahaan yang terdaftar adalah keandalan data. Data dibuat menjadi data panel (*pooled data*), yakni penggabungan data *time series* dengan data *cross section*.

3.2.2. Metode Pengambilan Sampel

Metode *purposive sampling* merupakan teknik pengambilan data yang digunakan dalam penelitian ini. Menurut Copper dan Schinder (359, 2014) *purposive sampling* merupakan teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu. Kriteria pemilihan sampel ditetapkan sebagai berikut.

1. Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan secara rutin melakukan pelaporan laporan keuangan sejak tahun 2016 hingga 2020.
3. Perusahaan mempunyai data maupun keterangan yang sesuai dengan kebutuhan dalam penelitian ini.
4. Perusahaan tidak memiliki nilai *net trade cycle*, hari piutang, hari persediaan, hari utang, rasio lancar, *leverage*, dan pertumbuhan penjualan yang ekstrim. Hal ini berdasar pada penelitian Caballero et al. (2012) dan Deloof (2003), menyatakan bahwa 1 persen dari perusahaan-perusahaan yang memiliki nilai ekstrim atas indikator tersebut di atas dianggap sebagai outlier.

Tabel 3.1 Proses seleksi sampel berdasarkan kriteria

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI	670 Perusahaan

Perusahaan yang tidak melaporkan laporan keuangan lengkap selama periode penelitian	(195 perusahaan)
Perusahaan dengan nilai indikator yang ekstrim	(59 perusahaan)
Sampel yang memenuhi kriteria	416 perusahaan

Sumber: data diolah penulis.

3.3. Instrumen Penelitian

3.3.1. Defenisi Operasional

Variabel penelitian merupakan objek yang ditetapkan untuk dihitung dan diinterpretasikan oleh peneliti. Sedangkan operasionalisasi variabel penelitian menjelaskan secara rinci variabel-variabel yang terkait di dalamnya. Variabel independen dalam penelitian ini ialah efisiensi manajemen modal kerja yang diukur dengan *net trade cycle* (NTC). Variabel dependen, kinerja perusahaan, diukur dengan Tobin's Q (TQ). Komponen individu efisiensi modal kerja, yakni hari piutang (RECD), persediaan (INVD), dan utang (PAYD) akan diuji secara individu terhadap kinerja perusahaan. Hari piutang (*receivable days*) merupakan durasi yang diberikan oleh perusahaan kepada pelanggan yang bertransaksi secara kredit untuk melunasi utang. Hari persediaan (*inventory days*) merupakan durasi waktu yang dimiliki oleh perusahaan untuk menghabiskan persediaan yang ada di perusahaan. Hari utang (*payable days*) adalah lamanya waktu yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk melunasi piutang kreditur maupun supplier. Hari piutang berkaitan dengan transaksi pembelian kredit yang dilakukan oleh perusahaan.

Berikut merupakan cara mengukur nilai setiap operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

A. *Net Trade Cycle*

Net Trade cycle digunakan sebagai tupoksi pengukuran efisiensi manajemen modal kerja. Formula:

$$NTC = (Inventory + account receivables - account payables) \times 365 / Sales.$$

B. Tobin's Q

Kinerja perusahaan yang ditunjukkan dari nilai pasar maupun kinerja pasarnya diukur menggunakan Tobin's Q.

$$TQ = \frac{Equity\ market\ value + liabilities\ book\ value}{equity\ book\ value + liabilities\ book\ value}$$

C. Sifat Bisnis

Sifat bisnis merupakan perbedaan jenis, kelompok ataupun kegiatan operasi suatu perusahaan. Sifat bisnis juga berkaitan dengan fokus kegiatan suatu perusahaan. Pengelompokan sifat bisnis pada penelitian ini berdasar pada keputusan PT Bursa Efek Indonesia (BEI), terkait perubahan klasifikasi industri. Klasifikasi industri pada perusahaan-perusahaan yang tercatat didasarkan pada barang atau jasa akhir yang diproduksi dan memberikan pendapatan mayoritas. Merujuk kepada ketentuan tersebut, penelitian ini mengelompokkan sifat bisnis ke dalam kelompok manufaktur, barang dan jasa. Acuanannya adalah melakukan cek terhadap sektor industri di mana pada ketentuan ini diberi kode huruf berurutan (A-Z) untuk sektor, angka bilangan bulat berurutan (1-9) untuk Sub-sektor, Industri, dan Sub-industri. Finalisasi

penentuan perusahaan dikelompokkan ke dalam manufaktur, perdagangan ataupun jasa adalah mengacu pada industri yang digeluti oleh perusahaan terkait. Penjelasan tambahan dari website perusahaan berupa keterangan, perusahaan bergerak di unit bisnis apa saja. Apakah manufaktur, perdagangan, jasa, ataupun kombinasi. Kemudian akan ditentukan dummy variabel industri pada setiap kelompok. Kelompok yang ditentukan diberi nilai 1 dan yang tidak diberi nilai 0. Perlakuan yang sama ditetapkan untuk ketiga kelompok sifat bisnis.

Komponen individu *net trade cycle* yakni *receivable days*, *inventory days*, dan *payable days* juga akan diuji secara parsial terhadap Tobin's Q. Secara umum *receivable days* dikenal dengan *day sales outstanding*, *inventory days* dengan *inventory turn over*, dan *payable days* dengan *payable deferred*. Namun dalam penelitian ini, komponen tersebut disebut dengan *receivable days*, *inventory days*, dan *payable days*. Masing – masing komponen tersebut dihitung dengan formula berikut.

$$Receivable\ days = \frac{(\frac{receivables}{sales})}{365}$$

$$Inventory\ days = \frac{(\frac{inventories}{sales})}{365}$$

$$Payable\ days = \frac{(\frac{payable}{sales})}{365}$$

Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol, yakni rasio lancar (CUR), *leverage* (LEV), usia (AGE), ukuran (SIZE), dan pertumbuhan perusahaan

(GROWTH). SIZE diukur dengan *the natural logarithma of sales*. Rasio lancar merupakan rasio likuiditas sebagai tolok ukur kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendek. *Leverage* adalah tingkat penggunaan utang atau pinjaman untuk mendanai operasional suatu bisnis guna meningkatkan tingkat kembalian. Pertumbuhan (*growth*) perusahaan merupakan kenaikan nilai perusahaan.

Growth diukur dengan formula berikut.

$$GROWTH = \frac{\text{This year's sales} - \text{previous year's sales}}{\text{previous year's sales}}$$

Rasio lancar dihitung dengan formula berikut.

$$CUR = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}}$$

Leverage diukur dengan formula berikut.

$$LEV = \frac{\text{Debt}}{\text{Total assets}}$$

3.3.2. Analisis Regresi

Analisis regresi digunakan untuk melihat sejauh mana pengaruh variabel yang satu dengan variabel lainnya. Satu variabel dinyatakan sebagai variabel penyebab yang bersifat independen atau bebas dan variabel lain sebagai akibat dalam bentuk variabel dependen atau terikat. Untuk menentukan hubungan antar variabel dan menguji hipotesis penelitian, maka digunakan rumus persamaan regresi sebagai berikut.

Persamaan Regresi 1.

$$TQ_{it} = \alpha_i + \beta_1 NTC_{it} + \beta_2 CUR_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_i$$

Notasi:

TQ_{it} = Tobin's Q

α_i = Intercept

NTC_{it} = Net trade cycle

CUR_{it} = Rasio lancar

LEV_{it} = Leverage

$GROWTH_{it}$ = Sales growth

$SIZE_{it}$ = Ukuran perusahaan

AGE_{it} = Usia perusahaan

i = Emiten x

t = Tahun x

e = error

Persamaan regresi 1 merupakan regresi untuk menguji hipotesis 1, pengaruh efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan, dengan mengontrol beberapa variabel. Kinerja perusahaan diukur dengan Tobin's Q. Efisiensi manajemen modal kerja diukur dengan *net trade cycle* (NTC). Persamaan 1 diuji dengan melibatkan variabel kontrol yakni rasio lancar (CUR), *leverage* (LEV), pertumbuhan (GROWTH), ukuran (SIZE) dan usia perusahaan (AGE).

Komponen individu NTC yang terdiri dari *receivable days* (RECD), *inventory days* (INVD) dan *payable days* (PAYD) juga diukur dan diuji secara parsial terhadap kinerja perusahaan. Berikut merupakan persamaan regresi untuk pengujian komponen individu efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan.

Persamaan Regresi 2.

$$TQ_{it} = \alpha_i + \beta_1 RECD_{it} + \beta_2 CUR_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_i$$

Notasi (yang berbeda dari persamaan 1):

$RECD_{it}$ = hari piutang

Persamaan regresi 2 merupakan pengujian pengaruh *receivable days* (RECD) terhadap Tobin's Q dengan variabel kontrol yakni rasio lancar, *leverage*, pertumbuhan, ukuran dan usia perusahaan.

Persamaan Regresi 3.

$$TQ_{it} = \alpha_i + \beta_1 INVD_{it} + \beta_2 CUR_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_i$$

Notasi (keterangan tambahan):

$INVD_{it}$ = hari persediaan

Persamaan regresi 3 menguji pengaruh *inventory days* (INVD) terhadap Tobin's Q dengan variabel kontrol yakni rasio lancar, *leverage*, pertumbuhan, ukuran dan usia perusahaan.

Persamaan Regresi 4.

$$TQ_{it} = \alpha_i + \beta_1 PAYD_{it} + \beta_2 CUR_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_i$$

Notasi (keterangan tambahan):

$PAYD_{it}$ = hari utang

Persamaan Regresi 4 menguji pengaruh *payable days* terhadap Tobin's Q dengan variabel kontrol yakni rasio lancar, *leverage*, pertumbuhan, ukuran dan usia perusahaan.

Pengujian bagaimana sifat bisnis memoderasi hubungan antar efisiensi manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan pada penelitian ini diukur dengan mengelompokkan bisnis terlebih dahulu terhadap industri manufaktur, perdagangan dan jasa, untuk kemudian diregresi dengan persamaan sebagai berikut.

Persamaan regresi 5.

$$TQ_{it} = \alpha_i + \beta_1 NTC_{it} + \beta_2 NTC \times Manufacturer_{it} + \beta_3 NTC \times Trading_{it} + \beta_4 NTC \times Services_{it} + \beta_5 CUR_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 AGE_{it} + e_i$$

Notasi (keterangan tambahan):

$\beta_2 NTC \times Manufacturer_{it}$ = moderasi sifat bisnis pada kelompok manufaktur

$\beta_3 NTC \times Trading_{it}$ = modersi sifat bisnis pada kelompok perdagangan

$\beta_4 NTC \times Services_{it}$ = moderasi sifat bisnis pada kelompok jasa

3.4. Metoda Analisis Data

3.4.1. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif akan memberi gambaran kondisi data yang dijadikan objek penelitian dengan menghitung nilai rerata, maksimum, minimum dan standar deviasi dari setiap variabel penelitian. Pada analisis ini, tidak ada tujuan untuk penarikan kesimpulan secara umum.

3.4.2. Uji Estimasi Regresi

Penelitian yang menggunakan data panel, perlu untuk menguji estimasi regresi terbaik yang akan digunakan untuk meregresikan persamaan yang telah dibentuk dalam penelitian. Penelitian ini menggunakan 3 uji estimasi regresi, yakni sebagai berikut.

3.4.2.1. Uji Chow

Uji Chow adalah uji estimasi regresi yang akan menentukan model apa yang paling tepat. Pilihan yang disediakan, yakni apakah *Common Effect* (CE) atau *Fixed Effect* (FE). Ini menjadi uji awal. Hipotesis pengujian dan pengambilan keputusan sebagai berikut.

H_0 : *Common Effect* (CE); *probability* $> \alpha$

H_1 : *Fixed Effect* (FE); *probability* $< \alpha$

3.4.2.2. Uji Hausman

Uji Hausman, pengujian kedua, untuk menentukan apakah *Random Effect* (CE) atau *Fixed Effect* (FE) uji estimasi yang paling tepat dalam pengujian regresi. Hipotesis pengujian dan pengambilan keputusan sebagai berikut.

H_0 : *Random Effect* (CE); *probability* $> \alpha$

H_1 : *Fixed Effect* (FE); *probability* $< \alpha$

3.4.2.3. Uji Lagrange Multiplier

Uji Langrange merupakan uji pilihan estimasi terbaik antara *Common Effect* (CE) atau *Random Effect* (FE). Hipotesis pengujian dan pengambilan keputusan sebagai berikut.

H_0 : *Common Effect* (CE); *probability* $> \alpha$

H_1 : *Random Effect* (FE); *probability* $< \alpha$

Pada uji regresi data panel, apabila berdasarkan Uji Chow dan Hausman, keputusan yang diperoleh ialah sama, maka tidak perlu lagi untuk melakukan uji Langrange Multiplier.

3.4.3. Uji Asumsi Klasik

3.4.3.1. Uji Normalitas

Uji normalitas menjadi uji analisis awal yang wajib dilakukan sebelum melakukan regresi. Uji ini akan menguji data yang ada dalam model regresi, apakah saling terikat dan terdistribusi secara normal atau tidak. Pada uji regresi, alangkah lebih baik apabila data tersistribusi normal atau mendekati normal. Salah satu langkah untuk menguji ialah dengan uji Jarque Bera. Hipotesis Uji Jarque Bera sebagai berikut.

H_0 : Data terdistribusi normal, dimana jika nilai probabilitas $< 0,05$ maka H_0 diterima.

H1: Data tidak terdistribusi normal, dimana jika nilai probabilitas $> 0,05$ maka H_a diterima.

3.4.3.2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolineraritas berfungsi untuk mendeteksi korelasi antar variabel independen. Pada penelitian ini, uji multikolinearitas diketahui dengan menghitung nilai VIF (Variance Inflation Factor) dan Tolerance dari masing-masing variabel bebas. Apabila nilai VIF < 10 dan nilai Tolerance $> 0,10$ maka dapat dikatakan bahwa tidak terjadi multikolinearitas.

3.4.3.3. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas merupakan bagian dari uji normalitas yang akan menguji apakah terjadi perbedaan varians residual dalam model regresi dari satu uji pengamatan ke tahap pengamatan lainnya. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan berbeda, maka terjadi heterokedastisitas, dan sebaliknya, jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya sama maka terjadi homokedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. Uji heterokedastisitas dapat dilakukan dengan uji Glejser. Dimana kriteria dan pengambilan keputusan yakni sebagai berikut.

1. Jika nilai probabilitas $< 0,05$, maka terjadi heterokedastisitas
2. Jika nilai probabilitias $> 0,05$, maka tidak terjadi heterokedastisitas

3.5. Metode Pengujian Hipotesis

3.5.1. Metode Estimasi Regresi

Hipotesis penelitian diuji dengan menguji koefisien regresi atas model yang ditetapkan. Data yang diuji dalam penelitian ini dilakukan dengan 3 pendekatan, yaitu *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Dari ketiga metode yang diuji akan dipilih metode terbaik dan paling tepat untuk pengujian sifat dan karakteristik data.

1. *Common Effect Model*

Metode *common effect model* menggabungkan seluruh data tanpa mempertimbangkan waktu dan objek. Data dikumpul menjadi satu dan analisis regresi dianggap berlaku pada semua objek di semua waktu.

2. *Fixed Effect Model*

Konstanta metode *fixed effect model* ditetapkan sama dalam berbagai periode waktu. Koefisien regresinya juga memiliki besaran tetap dari waktu ke waktu untuk membedakan satu objek dengan objek lainnya digunakan variabel semu.

3. *Random Effect Model*

Metode *random effect model* menggunakan residual yang diduga memiliki hubungan antar waktu dan objek, sehingga dapat mengatasi kelemahan pada metode *fixed effect model* yang menggunakan variabel semu.

3.5.2. Metode Pengujian Regresi

Penelitian yang dirumuskan dalam hipotesis akan diuji secara statistik melalui persamaan regresi. Pemilihan model pengujian regresi akan ditetapkan setelah mengetahui output dari estimasi pengujian data yang dikumpulkan. Dalam

penelitian ini, data diorganisasikan menjadi data panel untuk kemudian akan diestimasi, apakah akan diuji menggunakan *fixed effect model*, *common effect model*, atau *random effect model*. Hipotesis 1 akan diuji dengan persamaan regresi berikut.

$$TQ_{it} = \alpha_i + \beta_1 NTC_{it} + \beta_2 CUR_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_i$$

Koefisien regresi yang diuji dalam persamaan ini adalah TQ (Tobin's Q) sebagai tupoksi pengukuran kinerja perusahaan, NTC (*net trade cycle*) sebagai tupoksi dari efisiensi manajemen modal kerja, dan variabel kontrol yakni CUR (rasio lancar), LEV (leverage), GROWTH (pertumbuhan penjualan), SIZE (ukuran perusahaan), dan AGE (usia perusahaan).

Hipotesis 2 akan diuji dengan persamaan berikut.

$$TQ_{it} = \alpha_i + \beta_1 NTC_{it} + \beta_2 NTC \times Manufacturer_{it} + \beta_3 NTC \times Trading_{it} + \beta_4 NTC \times Services_{it} + \beta_5 CUR_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 AGE_{it} + e_i$$

Koefisien regresi yang diuji dalam penelitian ini adalah Tobin's Q sebagai variabel dependen, *net trade cycle* (NTC) sebagai tupoksi efisiensi manajemen modal kerja, moderasi NTC dengan kelompok manufaktur, moderasi NTC dengan kelompok perdagangan, moderasi NTC dengan kelompok jasa, serta variabel kontrol yakni rasio lancar, leverage, pertumbuhan penjualan, ukuran dan usia perusahaan. Sifat industri akan diuji dengan dummi variabel industri, dimana seluruh sampel akan dikelompokkan menjadi 3 kelompok yakni manufaktur,

perdagangan dan jasa. Pada kelompok 1, manufaktur, seluruh perusahaan yang tergolong ke dalam industri manufaktur akan diberi nilai 1 dan lainnya diberi nilai 0. Pada kelompok 2, perdagangan, seluruh perusahaan yang tergolong ke dalam industri perdagangan diberi nilai 1 dan lainnya diberi nilai 0. Pada kelompok 2, jasa, seluruh perusahaan yang tergolong ke dalam industri manufaktur diberi nilai 1 dan lainnya diberi nilai 0. Sesudahnya, akan dilakukan regresi seperti tampak pada persamaan di atas.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Statistik Deskriptif

Sebanyak 416 perusahaan menjadi sampel penelitian ditetapkan dengan metode *pusposive sampling*. Periode penelitian selama 5 tahun menjadikan sebanyak 2080 data menjadi objek penelitian. Statistik deskriptif memberi gambaran atau mendeskripsikan objek yang diteliti melalui data sampel atau populasi (Copper dan Schinder, 2014). Output penelitian tampak sebagai berikut.

Tabel 4.1 Hasil olah data statistik deskriptif seluruh sampel

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
Tobin's Q	2080	0,07	36,92	1,9027	2,62696
NTC	2080	-419,91	1289,06	81,4078	107,23880
Current Ratio	2080	0,02	410,24	2,5626	11,01452
Leverage	2080	0,00	24,47	0,1200	0,71143
Sales Growth (%)	2080	-0,98	43,07	0,1964	2,06625
Size	2080	20,03	33,11	28,0046	1,89246
Age (tahun)	2080	1,00	161,00	32,0654	18,17770
Receivable Days	2080	0,00	733,34	63,9473	62,34222
Inventory Days	2080	0,00	2531,17	96,9177	163,11078
Payable Days	2080	0,00	1478,15	66,7742	87,10378
Valid N (listwise)	2080				

Sumber: data diolah penulis.

Kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q sebagai kinerja pasar memiliki nilai minimum sebesar 0,07 dan maksimum sebesar 36,92, nilai rerata sebesar 1,9027 dan standar deviasi sebesar 2,6269. Nilai rerata yang lebih kecil dari standar deviasi mengindikasikan bahwa variasi data lebih tinggi. *Net trade cycle*, tupoksi pengukuran manajemen modal kerja, memiliki nilai minimum sebesar -

419,91 dan maksimum sebesar 1289,06. Nilai rerata sebesar 81,4078 lebih kecil dari nilai standar deviasi sebesar 107,23880 mengindikasikan bahwa sebaran nilai *net trade cycle* lebih bervariasi dari rerata. Komponen individu dari efisiensi manajemen modal kerja terdiri dari hari piutang, persediaan dan utang. Nilai minimum hari piutang sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 733,34 hari. Nilai rerata hari piutang sebesar 63,9473 hari lebih kecil dari standar deviasi sebesar 62,34222 hari mengidentifikasi bahwa variasi hari piutang lebih tinggi dibanding rerata. Nilai minimum hari persediaan sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 2531,17 hari. Nilai rerata hari persediaan sebesar 96,9177 hari lebih kecil dari standar deviasi sebesar 163,11078 hari mengidentifikasi bahwa variasi hari persediaan lebih tinggi dibanding rerata. Nilai minimum hari utang sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 1478,15 hari. Nilai rerata hari utang sebesar 66,7742 hari lebih kecil dari standar deviasi sebesar 87,10378 hari mengidentifikasi bahwa variasi hari persediaan lebih tinggi dibanding rerata.

Penelitian ini menggunakan variabel kontrol, yakni rasio lancar, *leverage*, pertumbuhan perusahaan, ukuran dan usia perusahaan. Nilai minimum rasio lancar sebesar 0,02 dan maksimum sebesar 410,24. Nilai rerata rasio lancar sebesar 2,5626 lebih kecil dari standar deviasi sebesar 11,01452 mengindikasikan bahwa rasio lancar bergerak lebih tinggi. Nilai minimum *leverage* sebesar 0,00 dan maksimum sebesar 24,47. Nilai standar deviasi sebesar 0,71143 lebih besar dibanding nilai rerata sebesar 0,1200. Dapat diinterpretasikan bahwa sebaran nilai *leverage* pada sampel lebih rendah dibanding rerata. Nilai minimum dan maksimum pertumbuhan perusahaan sebesar 0,98 persen dan 43,07 persen. Nilai standar deviasi sebesar

2,06625 lebih besar dari nilai rerata sebesar 0,1964. Dapat diartikan bahwa sebaran nilai pertumbuhan perusahaan pada sampel lebih tinggi dibanding rerata. Nilai minimum ukuran perusahaan sebesar 20,03 dan maksimum sebesar 33,11. Standar deviasi sebesar 1,89246 lebih kecil dari rerata sebesar 28,0046. Dapat diartikan bahwa sebaran nilai pertumbuhan perusahaan pada sampel lebih rendah dibanding rerata. Nilai minimum usia perusahaan adalah 1,00 tahun dan maksimum sebesar 161,00 tahun. Standar deviasi sebesar 18,17770 hari lebih kecil dari rerata sebesar 32,0654 hari. Dapat diartikan bahwa persebaran nilai usia perusahaan sampel lebih rendah dari rerata. Nilai statistik deskriptif kelompok sifat bisnis tampak sebagai berikut.

Tabel 4.2 Hasil olah data statistik deskriptif kelompok manufaktur

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
Tobin's Q	1140	0,22	31,39	1,7092	2,04466
NTC	1140	-384,20	972,08	97,5931	101,1528
Current Ratio	1140	0,02	42,34	2,2459	2,6987
Leverage	1140	0,00	24,47	0,1347	0,9537
Sales Growth (%)	1140	-0,98	36,37	0,1336	1,5526
Size	1140	21,78	33,11	28,3591	1,7276
Age (tahun)	1140	2,00	161,00	35,9807	19,1457
Receivable Days	1140	0,00	546,16	62,5956	54,7278
Inventory Days	1140	0,00	2147,22	109,1302	135,4999
Payable Days	1295	0,00	638,42	57,6989	56,3152
Valid N (listwise)	1295				

Sumber: data diolah penulis.

Pada kelompok manufaktur, nilai minimal Tobin's Q sebesar 0,22 dan tertinggi sebesar 31,39, nilai rerata sebesar 1,7029 dan standar deviasi sebesar 2,04466 mengindikasikan bahwa variasi nilai Tobin's Q lebih tinggi. Nilai minimum *net trade cycle* sebesar -384,20 dan maksimum sebesar 972,08. Nilai

rerata sebesar 97,5931 lebih kecil dari nilai standar deviasi sebesar 101,1529 mengindikasikan bahwa sebaran nilai *net trade cycle* lebih bervariasi dari rerata. Nilai minimum hari piutang sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 546,16 hari. Nilai rerata hari piutang sebesar 62,5956 hari lebih kecil dari standar deviasi sebesar 54,7278 hari mengidentifikasi bahwa variasi hari piutang lebih tinggi dibanding rerata. Nilai minimum hari persediaan sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 2147,22 hari. Nilai rerata hari persediaan sebesar 109,1302 hari lebih kecil dari standar deviasi sebesar 135,4999 hari mengidentifikasi bahwa variasi hari persediaan lebih tinggi dibanding rerata. Nilai minimum hari utang sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 638,42 hari. Nilai rerata hari utang sebesar 57,6987 hari lebih kecil dari standar deviasi sebesar 57,6989 hari mengidentifikasi bahwa variasi hari persediaan lebih tinggi dibanding rerata.

Pada variabel kontrol, nilai minimum rasio lancar sebesar 0,02 dan maksimum sebesar 42,34. Nilai rerata rasio lancar sebesar 2,2459 lebih kecil dari standar deviasi sebesar 2,6987 mengindikasikan bahwa rasio lancar bergerak lebih tinggi. Nilai minimum *leverage* sebesar 0,00 dan maksimum sebesar 24,47. Nilai standar deviasi sebesar 0,9537 lebih besar dibanding nilai rerata sebesar 0,1347. Menginterpretasikan bahwa sebaran nilai *leverage* pada sampel lebih rendah dibanding rerata. Nilai minimum dan maksimum pertumbuhan perusahaan sebesar -0,98 persen dan 37,37 persen. Nilai standar deviasi sebesar 1,5526 lebih besar dari nilai rerata sebesar 0,1336. Dapat diartikan bahwa sebaran nilai pertumbuhan perusahaan pada sampel lebih tinggi dibanding rerata. Nilai minimum ukuran perusahaan sebesar 21,78 dan maksimum sebesar 33,11. Standar deviasi sebesar

1,7276 lebih kecil dari rerata sebesar 28,3591. Dapat diartikan bahwa sebaran nilai pertumbuhan perusahaan pada sampel lebih rendah dibanding rerata. Nilai minimum usia perusahaan adalah 2,00 tahun dan maksimum sebesar 161,00 tahun. Standar deviasi sebesar 19,1457 lebih kecil dari rerata sebesar 35,9807. Dapat diartikan bahwa persebaran nilai usia perusahaan sampel lebih rendah dari rerata.

Tabel 4.3 Hasil olah data statistik deskriptif kelompok perdagangan

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
Tobin's Q	385	0,07	36,92	2,3488	3,3838
NTC	385	-419,91	642,29	64,2852	96,0403
Current Ratio	385	0,03	98,63	2,4720	5,6979
Leverage	385	0,00	0,69	0,1032	0,13116
Sales Growth (%)	385	-0,95	29,21	0,3096	2,4107
Size	385	20,03	32,07	27,9160	2,1555
Age (tahun)	385	1,00	105,00	28,7922	17,3508
Receivable Days	385	0,00	280,70	45,3689	41,0452
Inventory Days	385	0,00	2531,17	112,0605	243,9755
Payable Days	385	0,00	1478,15	28,7922	17,3508
Valid N (listwise)	385				

Sumber: data diolah penulis.

Pada kelompok perdagangan, nilai minimal Tobin's Q sebesar 0,07 dan maksimum sebesar 36,92, nilai rerata sebesar 2,3488 dan nilai standar deviasi pada kelompok ini yakni sebesar 3,3838 mengidentifikasikan bahwa variasi nilai Tobin's Q lebih tinggi. Nilai minimum *net trade cycle* sebesar -419,91 dan maksimum sebesar 642,29. Nilai rerata sebesar 64,2852 lebih kecil dari nilai standar deviasi sebesar 96,0403 mengindikasikan bahwa sebaran nilai *net trade cycle* lebih bervariasi dari rerata. Nilai minimum hari piutang sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 280,70 hari. Nilai rerata hari piutang sebesar 45,3689 hari lebih besar dari standar deviasi sebesar 41,04521 hari mengidentifikasikan bahwa variasi hari

piutang lebih rendah dibanding rerata. Nilai minimum hari persediaan sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 2531,17 hari. Nilai rerata hari persediaan sebesar 112,0605 hari lebih kecil dari standar deviasi sebesar 243,9755 hari mengidentifikasikan bahwa variasi hari persediaan lebih tinggi dibanding rerata. Nilai minimum hari utang sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 1478,15 hari. Nilai rerata hari utang sebesar 68,2332 hari lebih kecil dari standar deviasi sebesar 108,3136 hari mengidentifikasikan bahwa variasi hari persediaan lebih tinggi dibanding rerata.

Pada variabel kontrol, nilai minimum rasio lancar sebesar 0,03 dan maksimum sebesar 98,63. Nilai rerata rasio lancar sebesar 2,4720 lebih kecil dari standar deviasi sebesar 5,6979 mengindikasikan bahwa rasio lancar bergerak lebih tinggi. Nilai minimum *leverage* sebesar 0,00 dan maksimum sebesar 0,69. Nilai standar deviasi sebesar 0,1311 lebih besar dibanding nilai rerata sebesar 0,1032. Dapat diinterpretasikan bahwa sebaran nilai *leverage* pada sampel lebih rendah dibanding rerata. Nilai minimum dan maksimum pertumbuhan perusahaan sebesar -0,95 persen dan 29,21 persen. Nilai standar deviasi sebesar 2,4106 lebih besar dari rerata sebesar 0,3096. Dapat diartikan bahwa sebaran nilai pertumbuhan perusahaan pada sampel lebih tinggi dibanding rerata. Nilai minimum ukuran perusahaan sebesar 20,03 dan maksimum sebesar 32,07. Standar deviasi sebesar 2,1555 lebih kecil dari rerata sebesar 27,9160. Dapat diartikan bahwa sebaran nilai pertumbuhan perusahaan pada sampel lebih rendah dibanding rerata. Nilai minimum usia perusahaan adalah 1,00 tahun dan maksimum sebesar 105,00 tahun. Standar deviasi

sebesar 17,3508 lebih kecil dari rerata sebesar 28,7922. Dapat diartikan bahwa persebaran nilai usia perusahaan sampel lebih rendah dari rerata.

Tabel 4.4 Tabel output statistik deskriptif kelompok jasa

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
Tobin's Q	555	0,10	32,39	2,0036	3,0224
NTC	555	-347,07	1289,06	60,0401	120,5272
Current Ratio	555	0,02	410,24	3,2759	20,4225
Leverage	555	0,00	0,80	0,0826	0,1241
Sales Growth (%)	555	-0,93	43,07	0,2472	2,6491
Size	555	20,92	32,55	27,3379	1,8369
Age (tahun)	555	1,00	83,00	26,2937	14,3296
Receivable Days	555	0,00	733,34	79,6114	82,2803
Inventory Days	555	0,00	1043,23	61,3280	138,2018
Payable Days	555	0,00	1171,40	84,4033	115,4888
Valid N (listwise)	555				

Sumber: data diolah penulis.

Pada kelompok jasa, nilai minimal Tobin's Q sebesar 0,10 dan maksimum sebesar 32,39, nilai rerata sebesar 2,0036 dan standar deviasi sebesar 3,0223, mengindikasikan bahwa variasi nilai Tobin's Q lebih tinggi. Nilai minimum *net trade cycle* sebesar -347,07 dan maksimum sebesar 1289,06. Nilai rerata sebesar 60,0401 lebih kecil dari nilai standar deviasi sebesar 120,5272 mengindikasikan bahwa sebaran nilai *net trade cycle* lebih bervariasi dari rerata. Nilai minimum hari piutang sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 733,34 hari. Nilai rerata hari piutang sebesar 79,6114 hari lebih besar dari standar deviasi sebesar 82,2803 hari mengidentifikasi bahwa variasi hari piutang lebih rendah dibanding rerata. Nilai minimum hari persediaan sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 1043,23 hari. Nilai rerata hari persediaan sebesar 61,3280 hari lebih kecil dari standar deviasi sebesar 138,2018 hari mengidentifikasi bahwa variasi hari persediaan lebih

tinggi dibanding rerata. Nilai minimum hari utang sebesar 0,00 hari dan maksimum sebesar 1171,40 hari. Nilai rerata hari utang sebesar 84,4033 hari lebih kecil dari standar deviasi sebesar 115,4888 hari mengidentifikasi bahwa variasi hari persediaan lebih tinggi dibanding rerata.

Pada variabel kontrol, nilai minimum rasio lancar sebesar 0,02 dan maksimum sebesar 410,24. Nilai rerata rasio lancar sebesar 3,2759 lebih kecil dari standar deviasi sebesar 20,4225 mengindikasikan bahwa rasio lancar bergerak lebih tinggi. Nilai minimum *leverage* sebesar 0,00 dan maksimum sebesar 0,80. Nilai standar deviasi sebesar 0,1241 lebih besar dibanding nilai rerata sebesar 0,0826. Dapat diinterpretasikan bahwa sebaran nilai *leverage* pada sampel lebih rendah dibanding rerata. Nilai minimum dan maksimum pertumbuhan perusahaan sebesar -0,93 persen dan 43,07 persen. Nilai standar deviasi sebesar 2,64911 lebih besar dari rerata sebesar 0,2472. Dapat diartikan bahwa sebaran nilai pertumbuhan perusahaan pada sampel lebih tinggi dibanding rerata. Nilai minimum ukuran perusahaan sebesar 20,92 persen dan maksimum sebesar 32,55 persen. Standar deviasi sebesar 1,8369 lebih kecil dari rerata sebesar 27,3379. Dapat diartikan bahwa sebaran nilai pertumbuhan perusahaan pada sampel lebih rendah dibanding rerata. Nilai minimum usia perusahaan adalah 1,00 tahun dan maksimum sebesar 83,00 tahun. Standar deviasi sebesar 14,32961 lebih kecil dari rerata sebesar 26,2937. Dapat diartikan bahwa persebaran nilai usia perusahaan sampel lebih rendah dari rerata.

4.2. Uji Estimasi Regresi

Beberapa uji berikut telah dilakukan terhadap penelitian ini untuk mengetahui model regresi yang lebih tepat.

4.2.1. Uji Chow

Pada Uji Chow, hipotesis pengujian dan pengambilan keputusan sebagai berikut.

H0: *Common Effect (CE); probability > α*

H1: *Fixed Effect (FE); probability < α*

4.2.2. Uji Hausman

Hipotesis pengujian dan pengambilan keputusan pada Uji Hausman ialah sebagai berikut.

H0: *Random Effect (CE); probability > α*

H1: *Fixed Effect (FE); probability < α*

4.2.3. Uji Langrange Multiplier

Hipotesis pengujian dan pengambilan keputusan pada uji Lagrange Multiplier adalah sebagai berikut.

H0: *Common Effect (CE); probability > α*

H1: *Random Effect (FE); probability < α*

Hasil olah data penelitian ini berdasarkan 3 uji estimasi regresi adalah sebagai berikut.

Tabel 4.5 Uji Estimasi model regresi

Uji regresi	Persamaan 1		Persamaan 2		Persamaan 3		Persamaan 4		Persamaan 5	
	<i>P-value</i>	Model	<i>P-value</i>	Model	<i>P-value</i>	Model	<i>P-value</i>	Model	<i>P-value</i>	Model
Chow	0,00	FEM	0,02	FEM	0,00	FEM	0,00	FEM	0,02	FEM
Hausman	0,00	FEM	0,00	FEM	0,00	FEM	0,00	FEM	0,00	FEM
LM										

Sumber: data diolah penulis.

Keterangan: FEM: *Fix Effect Model*; REM: *Random Effect Model*; CEM: *Common Effect Model*

Keputusan untuk setiap regresi dalam penelitian ini tampak pada tabel berikut.

Tabel 4.6 Estimasi model regresi

Nomor	Regresi	Metode
1.1.	Persamaan 1	FEM
1.2.	Persamaan 2	FEM
1.3.	Persamaan 3	FEM
1.4.	Persamaan 4	FEM
1.5.	Persamaan 5	FEM

Sumber: data diolah penulis.

4.3. Uji Asumsi Klasik

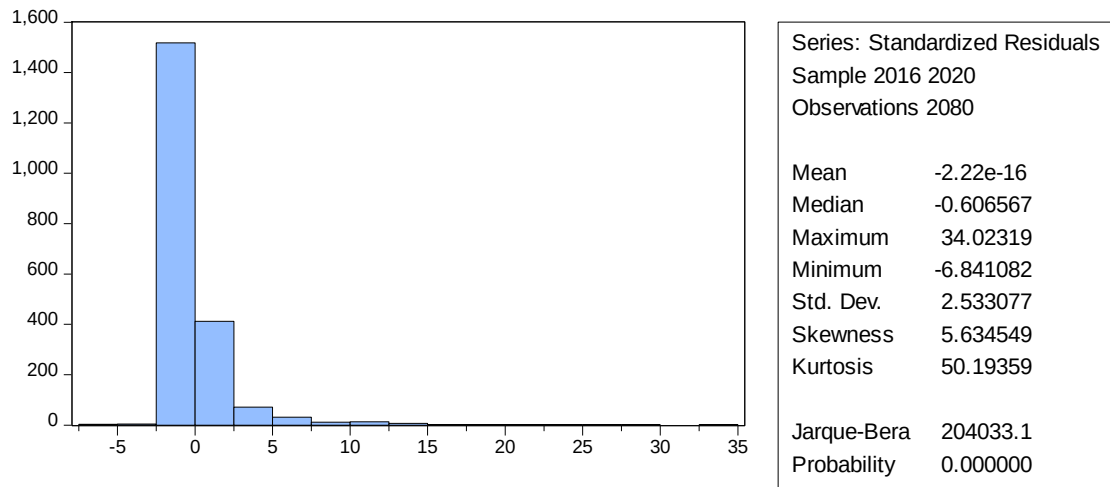
4.3.1. Uji Normalitas

Uji normalitas pada penelitian ini dihitung berdasarkan Uji Jarque Bera. Hipotesis dan pengambilan keputusan ialah sebagai berikut.

H0: Data residual berdistribusi normal; probabilitas $> 0,05$

H1: Data residual tidak berdistribusi normal; probabilitas $< 0,05$

Output uji normalitas hasil penelitian ini tampak sebagai berikut. Nilai probabilitas sebesar $0,0000 < 0,05$ artinya bahwa data tidak terdistribusi normal.



Gambar 4.1 Uji Normalitas

4.3.2. Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas penelitian ini sebagai berikut.

Tabel 4.7 Tabel uji Multikolinearitas

Variabel		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	NTC	0,225	4,446
2	Current Ratio	0,967	1,034
3	Leverage	0,974	1,027
4	Growth	0,987	1,014
5	Size	0,871	1,148
6	Age	0,916	1,091
7	Receivable days	0,414	2,413
8	Inventory days	0,355	2,814
9	Payable days	0,534	1,874

Sumber: Data diolah, 2022.

Berdasarkan output di atas, nilai VIF < 10 dan nilai Tolerance > 0,10, dapat diartikan bahwa tidak ada gejala multikolinearitas.

4.3.2. Uji Heterokedastisitas

Kriteria dan pengambilan keputusan uji heterokedastisitas sebagai berikut.

1. Jika nilai probabilitas $< 0,05$, terjadi heterokedastisitas
2. Jika nilai probabilitas $> 0,05$, tidak terjadi heterokedastisitas

Berikut merupakan output dari uji heterokedastisitas data penelitian.

Tabel 4.8 Output Uji Glejser

Dependen_TQ	Probabilitas
(Constant)	0,000
NTC	0,004
Current Ratio	0,042
Leverage	0,000
Sales Growth	0,000
Size	0,005
Age	0,134
Receivable Days	0,465
Inventory Days	0,820
Payable Days	0,002

Sumber: data diolah penulis

Dari tabel di atas, pada variabel dependen TQ, nilai probabilitas didominasi $< 0,05$. Dapat diartikan bahwa terjadi heterokedastisitas antar variabel terkait. Untuk memulihkan gejala heterokedastisitas, maka dilakukan transformasi data. Outputnya tampak pada tabel berikut.

Tabel 4.9 Output transformasi Uji Glejser

Dependen_TQ	Probabilitas
(Constant)	0,011
NTC	0,492
Current Ratio	0,053
Leverage	0,113
Sales Growth	0,239
Size	0,000
Age	0,482
Receivable Days	0,802

Inventory Days	0,278
Payable Days	0,058

Sumber: data diolah penulis.

Adanya gejala heterokedastisitas yang muncul pada penelitian ini telah dicoba diatasi dengan menggunakan transformasi data. Pada tabel output di atas, tampak bahwa nyaris semua variabel terlepas dari gejala heterokedastisitas kecuali *size*. Solusinya adalah memilih uji regresi *Fixed Effect Model* dinilai menjadi uji regresi yang dapat menangani kesalahan standar karena adanya heteroskedastisitas. Hal ini sejalan dengan hasil uji estimasi model regresi yang telah dilakukan pada data penelitian ini. Hasil uji estimasi ialah *Fixed Effect Model*.

4.4. Hasil dan Pembahasan Hipotesis

4.4.1. Efisiensi manajemen modal kerja memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan

Efisiensi manajemen modal kerja memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Dimana efisiensi manajemen modal kerja diukur dengan *net trade cycle* dan kinerja perusahaan diukur dengan Tobin's Q. Persamaan 1 (pertama) akan menguji hipotesis 1 (pertama). Efisiensi manajemen modal kerja memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Setelah melakukan uji estimasi regresi, *fixed effect model* merupakan estimasi regresi terbaik untuk dua persamaan ini. Output regresi tampak sebagai berikut.

Tabel 4.10 Output regresi persamaan 1

Variabel independen	Variabel dependen (Tobin's Q)	
	<i>Coefficient</i>	<i>p-value</i>
NTC	-0,002157	0,0001

CUR	0,011798	0,0220
LEV	0,623282	0,0000
GROWTH	0,136743	0,0000
Size	-0,074377	0,0176
Age	-0,004668	0,1471
Constant	4,178969	0,0000
R-squared	0,063864	

Sumber: data diolah penulis.

Bagaimana efisiensi manajemen modal kerja yang diukur dengan tupoksi NTC berpengaruh negatif pada kinerja perusahaan dengan Tobin's Q sebagai tupoksi pengukuran berdasarkan tabel output regresi di atas ialah negatif, dengan rasio lancar, *leverage*, *growth*, ukuran, dan usia perusahaan sebagai variabel kontrol pada uji regresi. Nilai koefisien NTC sebesar -0,002157 dan probabilitas sebesar 0,0001 terhadap TQ. Dapat diinterpretasikan bahwa setiap kenaikan NTC 1 hari, secara rerata, akan berdampak terhadap menurunnya nilai TQ sebesar 0,002157. Dengan demikian, hipotesis diterima. Efisiensi manajemen modal kerja berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Sebagai variabel kontrol dalam pengukuran ini, rasio lancar, *leverage*, dan *growth*, berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Nilai koefisien dan probabilitas rasio lancar, *leverage*, dan *growth* berturut – turut sebesar 0,011798, 0,623282, dan 0,136743. Kenaikan 1 rupiah rasio lancar akan berdampak terhadap naiknya sebesar 0,011798 kinerja perusahaan. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Nilai koefisien SIZE sebesar -0,004668 dan probabilitas sebesar 0,0178. Setiap terjadi kenaikan sebesar 1 dari

ukuran perusahaan akan berdampak pada menurunnya nilai kinerja perusahaan sebesar 0,004668. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis tersebut di atas, dapat dinyatakan bahwa kinerja perusahaan dalam hal ini diukur dengan *net trade cycle* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan *tupoksi* Tobin's Q. Dengan demikian, hipotesis 1 diterima.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Hingurala Arachchi, N.A., Perera, M., and Vijayakumaran, R. (2017) dengan objek penelitian pada 44 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Colombo pada tahun 2011-2015, menemukan bahwa ada hubungan yang negatif dan signifikan antara efisiensi manajemen modal kerja yang diukur dengan *cash conversion cycle* dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Penelitian Ogundipe et al. (2012) pada 54 perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Nigerian pada tahun 1995-2009. Penelitian Eljelly (2004) pada 929 perusahaan di Saudi pada lintas industri. Penelitian Lyngstadaas dan Berg (2016) pada sebanyak 21,075 perusahaan kecil dan menengah di Norwegia.

Penelitian ini juga menguji komponen individu NTC yakni hari piutang (RECD), persediaan (INVD), dan utang (PAYD) secara parsial terhadap kinerja perusahaan. Output regresi dari pengujian ini sebagai berikut.

Tabel 4.11 Ouput regresi persamaan 2, 3 dan 4

Variabel	Variabel individu NTC					
	RECD		INVD		PAYD	
	<i>Coefficient</i>	<i>p-value</i>	<i>Coefficient</i>	<i>p-value</i>	<i>Coefficient</i>	<i>p-value</i>
TQ	-0,002286	0,0124	-0,001246	0,0003	-0,001600	0,0147
CUR	0,010083	0,0502	0,010826	0,0353	0,009264	0,0729
LEV	0,644066	0,0000	0,641269	0,0000	0,677301	0,0000

GROWTH	0,137343	0,0000	0,140387	0,0000	0,142889	0,0000
Size	-0,069937	0,0266	-0,062896	0,0432	-0,063382	0,0424
Age	-0,005313	0,0992	-,005000	0,1161	0,005634	0,0823
Constant	4,047688	0,0000		3,8147		0,0000
R-squared	0,059254					

Sumber: data diolah penulis.

Secara individu, pengaruh hari penerimaan piutang, RECD, terhadap kinerja perusahaan pada penelitian ini ialah negatif signifikan. Nilai koefisien RECD sebesar -0,002286 dan nilai probabilitas sebesar 0,0124. Meningkatnya hari pengumpulan piutang 1 hari akan berdampak terhadap menurunnya kinerja perusahaan sebesar 0,002286 di Bursa Efek Indonesia.

Hari persediaan, INVD, juga memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan secara parsial. Nilai koefisien dan probabilitas INVD terhadap TQ sebesar -0,001246 dan 0,0003. Dapat diartikan bahwa, setiap terjadinya kenaikan hari persediaan selama 1 hari, akan berdampak terhadap menurunnya kinerja perusahaan sebesar 0,001246 pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh hari utang, PAYD, terhadap kinerja perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Nilai koefisien pada output regresi sebesar -0,001600 dan probabilitas sebesar 0,0147. Apabila perusahaan mengalami perpanjangan durasi hari pelunasan utang atau waktu untuk melunasi utang meningkat 1 hari akan berpengaruh terhadap menurunnya kinerja perusahaan sebesar 0,001600 pada perusahaan non-keuangan di Bursa Efek Indonesia.

4.4.2. Sifat bisnis memoderasi hubungan efisiensi manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan

Sifat bisnis memoderasi hubungan efisiensi manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan. Sifat bisnis dapat memengaruhi arah hubungan dan signifikansi antara efisiensi manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan. Untuk mengetahui bagaimana sifat bisnis berpengaruh terhadap arah dan signifikansi hubungan variabel tersebut, maka penelitian ini mengelompokkan perusahaan terhadap 3 kategori yakni kelompok industri manufaktur, perdagangan dan jasa. Kemudian ditetapkan variabel dummi industri untuk setiap kelompok bisnis. Nilai 1 untuk satu kelompok bisnis dan 0 untuk lainnya. Demikian diberlakukan untuk ketiga kelompok industri. Setelah dilakukan regresi pengujian, output regresi tampak sebagai berikut.

Tabel 4.12 Output regresi persamaan 5

Variabel	Sifat Bisnis					
	Manufaktur		Perdagangan		Jasa	
	<i>Coefficient</i>	<i>p-value</i>	<i>Coefficient</i>	<i>p-value</i>	<i>Coefficient</i>	<i>p-value</i>
NTC	-0,0018	0,0005	-0,0020	0,0001	-0,0021	0,0001
NTC*Sifat Bisnis	-0,2927	0,0141	0,4559	0,0016	-0,0206	0,8759
CUR	0,0116	0,0241	0,0118	0,0214	0,0118	0,0219
LEV	0,0691	0,0000	0,6239	0,0000	0,6225	0,0000
GROWTH	0,6334	0,0000	0,1352	0,0000	0,1367	0,0000
Size	-0,0603	0,0578	-0,0733	0,0190	-0,0753	0,0183
Age	-0,0031	0,3304	-0,0039	0,2277	-0,0047	0,1451
Constant	3,8774	0,0000	4,0310	0,0000	0,8949	0,0000
R-squared						

Sumber: data diolah penulis.

Keterangan: NTC*Sifat Bisnis: output regresi moderasi pada setiap kelompok industri

Pada output regresi tersebut di atas, bagaimana sifat bisnis memoderasi hubungan dan arah signifikansi antar variabel akan dilihat dari nilai $NTC \times \text{Sifat Bisnis}$ pada tabel di atas. Interpretasi output diuraikan sebagai berikut.

1. Pada kelompok manufaktur, nilai koefisien sebesar -0,2927 dan probabilitas sebesar 0,0141. Pengaruh efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan pada kelompok manufaktur adalah negatif signifikan. Kenaikan NTC sebesar 1 akan berpotensi terhadap menurunnya kinerja perusahaan-perusahaan pada kelompok manufaktur sebesar 0,2927.
2. Pada kelompok perdagangan, nilai koefisien sebesar 0,4559 dan probabilitas sebesar 0,0016. Pengaruh efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan pada kelompok industri perdagangan adalah positif signifikan. Kenaikan NTC sebesar 1 akan berpotensi terhadap meningkatnya kinerja perusahaan-perusahaan pada kelompok perdagangan sebesar 0,4559.
3. Pada kelompok jasa, nilai koefisien sebesar -0,0206 dan probabilitas sebesar 0,8759. Pengaruh efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan pada kelompok industri jasa adalah negatif tidak signifikan alias tidak berpengaruh.

Variabel kontrol yakni rasio lancar, *leverage*, dan pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif signifikan pada ketiga kelompok sifat bisnis. Koefisien pada kelompok manufaktur, perdagangan dan jasa berturut-turut sebesar 0,0116, 0,0118, dan 0,0118. Nilai probabilitas berturut-turut sebesar 0,0241, 0,0214, dan 0,0219. Kenaikan rasio lancar, *leverage*, dan pertumbuhan

penjualan akan meningkatkan kinerja perusahaan pada seluruh kelompok industri. Setiap naiknya nilai rasio lancar sebesar 1 akan meningkatkan kinerja kelompok industri manufaktur sebesar 0,0116, kelompok industri perdagangan sebesar 0,0118 dan kelompok industri jasa sebesar 0,0118. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap industri perdagangan dan jasa sedangkan pada industri manufaktur, ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh. Nilai koefisien pada kelompok industri perdagangan sebesar -0,0733 dan jasa sebesar -0,0753. Usia perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan pada ketiga kelompok industri.

Berdasarkan output regresi, terlihat bahwa efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan adalah negatif signifikan pada industri manufaktur, positif signifikan pada industri perdagangan dan negatif tidak signifikan pada kelompok jasa. Dengan demikian, hipotesis 2 (dua) yang menyatakan bahwa sifat bisnis memoderasi hubungan efisiensi manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan diterima. Ada perbedaan arah hubungan dan signifikan efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan pada ragam industri pada perusahaan non-keuangan di Indonesia. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Sawarni, Kumar Sanjay (2020).

Perbedaan hubungan antara efisiensi manajemen modal kerja dan kinerja perusahaan dalam ragam lintas industri pada penelitian ini dapat menjadi indikator pengembangan strategi bisnis dalam operasinya. Perusahaan yang bergerak dalam bidang manufaktur sangat perlu untuk memaksimalkan penggunaan modal kerja, termasuk di antaranya intensitas perputaran piutang,

persediaan dan utang. Siklus perdagangan bersih harus semakin dipercepat alias nilainya diminimalkan. Tepatnya, perusahaan manufaktur harus mengelola maksimal kebijakan kredit termasuk pelunasan piutang, persediaan harus berputar dengan cepat. Demikian halnya dengan kewajiban perusahaan atas kredit kepada pemasok. Utang harus dilunasi segera. Pada kelompok perdagangan, perusahaan yang efisien mengelola modal kerja akan berdampak searah terhadap kinerjanya. Semakin efisien modal kerja maka semakin tinggi kinerja perusahaan. Oleh sebab itu, sangat penting bagi perusahaan dalam industri perdagangan untuk mempercepat perputaran hari piutang, persediaan, dan utang pada perusahaan. Sementara untuk perusahaan pada kelompok jasa, efisiensi manajemen modal kerja tidak menjadi hal yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan dalam kelompok jasa dapat fokus pada komponen utama di luar modal kerja.

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan, bagaimana komponen individu efisiensi manajemen modal kerja, *net trade cycle*, yakni hari piutang, persediaan, dan utang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, dan bagaimana sifat bisnis memoderasi hubungan efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil dan pembahasan, kesimpulan penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Efisiensi manajemen modal kerja yang diukur dengan *net trade cycle* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin' Q pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Komponen individu *net trade cycle* yakni hari piutang, persediaan dan utang berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Sifat bisnis memoderasi hubungan efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan non-keuangan di Bursa Efek Indonesia. Ada perbedaan arah dan signifikansi hubungan antar variabel. Pada kelompok manufaktur, efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan adalah negatif signifikan. Pada kelompok industri perdagangan memiliki

hubungan positif signifikan sementara pada kelompok industri jasa adalah negatif tidak signifikan.

5.2. Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan.

1. Penelitian ini hanya menggunakan proksi kinerja pasar sebagai tupoksi pengukuran kinerja perusahaan, dan tidak menggunakan kinerja keuangan.
2. Penetapan kelompok sampel untuk pengujian sifat bisnis, berpedoman pada klasifikasi industri oleh IDX-IC. Bagi perusahaan yang memiliki beberapa unit usaha ditetapkan pada output terbesar dan utama dari kegiatan operasi perusahaan.

5.3. Saran

Saran yang penulis rekomendasikan untuk penelitian selanjutnya sebagai berikut.

1. Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan tupoksi kinerja keuangan untuk pengukuran kinerja perusahaan.
2. Penetapan pengelompokan sifat bisnis, berdasarkan seluruh unit kegiatan bisnis yang dijadikan sampel penelitian.

5.4. Implikasi

Penelitian ini memiliki implikasi sebagai berikut.

1. Implikasi empiris.

Penelitian ini mendukung teori manajemen modal kerja, dimana perusahaan yang efisien mengelola modal kerja dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Ada

perbedaan arah, tingkat dan hubungan antar efisiensi manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan.

2. Implikasi praktis.

Perusahaan dapat meningkatkan efisiensi manajemen modal kerja guna meningkatkan kinerja perusahaan. Perusahaan yang bergerak di ragam industri, dapat menyesuaikan tingkat efisiensi manajemen modal kerja.

3. Implikasi sosial.

Peningkatan efisiensi manajemen modal kerja menjadi objek yang wajib diperhatikan oleh perusahaan. Hal tersebut berguna untuk peningkatan kinerja perusahaan. Apabila terjadi penurunan kinerja perusahaan akibat pengelolaan modal kerja yang tidak efisien, nilai perusahaan di pasar akan menurun, investor tidak akan berminat untuk menginvestasikan modal, sehingga berakibat terhadap menurunnya performa perusahaan dan dapat berujung pada kebangkrutan. Apabila perusahaan bangkrut, lingkungan sosial dan ekonomi akan terdampak secara khusus kepada lingkungan yang dekat dengan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abuzayed, B. (2012). *“Working capital management and firms’ performance in emerging markets: the case of Jordan”*, International Journal of Managerial Finance, Vol. 8 No. 2, pp. 155-179.
- Akoto, R.K., Awunyo-Vitor, D. and Angmor, P.L. (2013). *Working capital management and profitability: evidence from Ghanaian listed manufacturing firms*. Journal of Economics and International Finance, Vol. 5 No. 9, pp. 373-379.
- Aras, Guler dan Yildirim, Filiz Mutlu. (2018). *The Impact of Corporate Finance Decisions on Market Value in Emerging Markets*. International Journal of Productivity and Performance Management, Vol. 67 No. 9, pp. 1959-1976, 2018.
- Azhagaiah, Ramachandran dan Janakiraman, Muralidharan (2009). *The relationship between working capital management efficiency and EBIT*. Managing Global Transitions, 2009, vol. 7, issue 1, 61-74.
- Bandara, R.M.S. (2015), *Impact of working capital management policy on market value addition: Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing, and Business Ethics*, Vol.1 No.2 pp:354-373.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2015). *Financial Management: Theory and Practice: Fifteenth Edition* (15th ed.). Cengage Learning.
- Buchmann, P., A. Roos, U. Jung, and A. Martin. 2008. *Cash for Growth: the Neglected Power of Working-Capital Management*. The Boston Consulting Group.
- Charitou, M., Elfani, M. and Lois, P. (2010). *The effect of working capital management on firm’s profitability: empirical evidence from an emerging market*. Journal of Business and Economics Research, Vol. 8 No. 12, pp. 63-68.
- Ching, Y., Novazzi, A. and Gerab, F. (2011), *“Relationship between working capital management and profitability in Brazilian listed companies”*, Journal of Global Business and Economics, Vol. 3 No. 1, pp. 74-86.
- Darminto, (2007). *Pengaruh Investasi Aktiva, Pendanaan dan Pengelolaan terhadap Kinerja Keuangan*. Jurnal Ilmu-ilmu Sosial (Social), 19 (1): 33-43.
- Deloof, M. (2003), *“Does working capital management affect profitability of Belgian firms?”*, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 30 Nos 3/4, pp. 573-588.
- Eljelly, A. M. A. (2004), *Liquidity Trade-off: An Empirical Investigation in an Emerging Market*. International Journal of Commerce and Management, Vol.14 No.2 pp:48-61.

- Enqvist, J., Graham, M. and Nikkinen, J. (2014), *The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: evidence from Finland*: Research in International Business and Finance, Vol. 32, pp. 36-49.
- Ernst & Young, (2019). *All tied up working capital management report 2019*. (dokumen).
- Farragher, E., R. Kleiman, dan A. Sahu. (1999). *Current capital investment practices*. Engineering Economist 44 (2): 137-150.
- Fauzi. (1995). *Kamus akuntansi praktisi*. Surabaya: Indah.
- Filbeck, G. and Krueger, T.M., (2005), "*An analysis of working capital management results across industries*", American Journal of Business, Vol. 20 No. 2, pp. 11-20.
- Ganesan, V. (2007). *An analysis of working capital management efficiency in telecommunication equipment industry*. Rivier Academic Journal, Vol. 3 No. 2, pp. 1-10.
- Gentry, J.A., Vaidyanathan, R. and Lee, W.H. (1990). *A weighted cash conversion cycle*. Financial Management, Vol. 19 No. 1, pp. 90-99.
- Ghosh, D. S. (2003). *Working capital management efficiency : A study on the Indian cement industry*. The Institute of Cost and Works Accountants of India, 12.
- Gilbert, E. and A. Reichert. (1995). *The practice of financial management among large United States corporations*. Financial Practice and Education 5 (1): 16-23
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). *The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from the United States*. Business and Economics Journal, 2010, 1-9.
- Gitman, Lawrence J dan Chad J. Zutter. (2012). *Principles of Managerial Finance, 13th Edition*. Global Edition: Pearson Education Limited.
- Hawawini, G., C. Viallet, and A. Vora. 1986. *Industry influences on corporate working capital decisions*. Sloan Management Review 27 (4) (Summer): 15-24.
- Hingurala Arachchi, N.A., Perera, M., and Vijayakumaran, R. (2017), *The impact of working capital management on firm value: evidence from a frontier market*: Asian Journal of finance and accounting, Vol. 9 No.2 pp: 399-413.
- Kawurian, Sinta Sasanti (2017). *Pengaruh sustainable and responsible terhadap kinerja dan risiko perusahaan yang terdaftar dalam indeks SRI-KEHATI* (tesis). Indonesia: Universitas Gadjah Mada.

- Koumanakos, D.P. (2008). *The effect of inventory management on firm performance*. International Journal of Productivity and Performance Management, Vol. 57 No. 5, pp. 355-369.
- Lyngstadaas, H. and Berg, T. (2016), *Working capital management: evidence from Norway*: International Journal of Managerial Finance, Vol.12 No.3 pp: 295-313.
- Mannes, Terry S. dan John, T. Zietlow. (2005), *Short-Term Financial Management 3rd Edition*. Thomson South Western. hawa
- Meriewaty, Dian (2005). *Analisis rasio keuangan terhadap perubahan kinerja pada perusahaan di industri food and beverages yang terdaftar di BEJ*. SNA VIII, Solo.
- Mohammadreza, et.all (2012) *Working capital management and corporate performance: evidence from Iranian companies*. Iran: Islamic Azad University.
- Mukhopadhyay, D. (2004), *Working capital management in heavy engineering firms: a case study*: Management Accountant. Vol. 39 No. 4, pp. 317-323.
- Mulyadi. (2001). *Balanced Scorecard: Alat Manajemen Kontemporer untuk Pelipatganda Kinerja Keuangan Perusahaan*. (edisi ke-2). Jakarta: Salemba Empat.
- Naqsyabandi, S.N. (2015). Analisis penilaian perusahaan pada sektor perbankan yang terdiversifikasi (studi kasus perusahaan perbankan go publik 2013-2014).
- Nilmawati (2011). *Pengaruh manajemen modal kerja pada kinerja perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Indonesia: UPN Veteran Yogyakarta.
- Nuhiu, Artor dan Dermaku, Arben. (2017). *A Theoretical Review on the Relationship between Working Capital Management and Company's Performance*. Kosovo: Faculty of Economics University of Pristhina.
- Ogundipe, S., Idowu, A. and Ogundipe, L. (2012). *Working capital management, firms' performance and market valuation in Nigeria*. World Academy of Science, Engineering and Technology, Vol. 6 No.1 pp:124-128.
- Owolabi, S.A. and Obida, S.S. (2012). *Liquidity management and corporate profitability: case study of selected manufacturing companies listed on the Nigerian stock exchange*. Journal of Economics and Behavioral Studies, Vol. 8 No. 4, pp. 41-51.
- Padachi, K. (2006). *Trends in working capital management and its impact on firms performance: An analysis of Mauritian small manufacturing firms*. International Review of Business Research Papers, Vol 2 No.2 pp: 45-58.

- Peel, M.J. and Wilson, N. (1996). *Working capital and financial management practices in the small firm sector*. International Small Business Journal, Vol. 14 No. 2, pp. 52-68.
- Prasad, P., Sivasankaran, N. and Shukla, A. (2019b), "*Impact of deviation from target working capital on firm profitability: evidence from India*", International Journal of Productivity and Performance Management, Vol. 68 No. 8, pp. 1510-1527, doi: 10.1108/IJPPM-11-2018-0407.
- Prasad, P., Sivasankaran, N., Paul, S., Chattopadhyay, S. and Saravanan, P. (2018), "*Review of literature on working capital management and future research agenda: review of literature*", Journal of Economic Surveys, Vol. 33 No. 3, pp. 827-861.
- Raheman, A. and Nasr, M. (2007). *Working capital management and profitability: case of Pakistani firms*. International Review of Business Research Papers, Vol. 3 No. 1, pp. 279-300.
- Ramachandran, A. and Janakiraman, M. (2009), *The relationship between working capital management efficiency and EBIT*. Managing Global Transitions, Vol. 7 No. 1, pp. 61-74.
- Richards, V.D. and Laughlin, E.J. (1980), "*A cash conversion cycle approach to liquidity analysis*", Financial Management, Vol. 9 No. 1, pp. 32-38.
- Rudianto. (2013). *Akuntansi Manajemen Informasi untuk Pengambilan Keputusan Strategis*. Jakarta: Erlangga.
- Samiloglu, F. and Demirgunes, K. (2008). *The effect of working capital management on firm profitability: evidence from Turkey*. The International Journal of Applied Economics and Finance, Vol. 2, pp. 44-50.
- Sawarni, et.all (2020). *Working capital management performance and nature of business (an empirical evidence from India)*. India: Indian Institute of Management Ranchi.
- Setianto, Rahmat Heru dan Pratiwi, Adinda. (2019). *Working Capital Management in Indonesia: An Analysis on Overinvestment and Underinvestment Firms*. Gadjah Mada International Journal of Business Vol. 21, No. 1: 1-18.
- Shah, et.all (2019). *The nexus between capital structure and firms' profitability: evidence from oil and gas sector of Pakistan*. Pakistan: Journal of Business Strategy Karachi Vol. 13, Iss. 1: 109.
- Shin, H.H. and Seonen, L. (1998), *Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability*: Journal of Financial Practice and Education, Vol. 8 No.2 pp: 37-45.
- Shrivastava, A., Kumar, N. and Kumar, P. (2017), "*Bayesian analysis of working capital management on corporate profitability: evidence from India*", Journal of Economic Studies, Vol. 44 No. 4, pp. 568-584.

- Talonpoika, A., Monto, S., Pirttila, M. and Karri, T. (2014), *Modifying the cash conversion cycle: revealing concealed advance payments*: International Journal of Productivity and Performance Management, Vol.63 No1 pp.:341-353.
- Ukaegbu, B. (2014), *The significance of working capital management in determining firm profitability: evidence from developing economies in Africa*, Research in International Business and Finance, Vol. 31, pp. 1-16.
- Veliyath, Rajaram. (1996). *Business Risk and Performance: An Examination of Industry Effects*. Journal of Applied Business Research; Summer 1996; 12, 3; ABI/INFORM Collection pg. 37.
- Zhu, et.all (2018). *The effect of inventory performance on product quality: The mediating effect of financial performance*. China: Tianjin University.

