

Pengaruh Manajemen Modal Kerja pada Kinerja Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Nilmawati

Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta

Effects of Performance Capital Management on Firms Performance Listed on Indonesia Stock Exchange

ABSTRACT *The purpose of this study was to examine the effect of working capital management on firms' performance for a sample of firms listed on Indonesian Stock Exchange. Cash Conversion Cycle (CCC) was used to measure working capital management and accounting profitability (Gross Operating Profit/GOP) and firms' value (Tobin's Q) was used to measure firm performance. By using multiple regression, this study found that simultaneously CCC and several control variables (SIZE, Sales Growth, Leverage Finansil and Variability of Net Operating Income) had significant influence on firm performance. Besides, Leverage Financial and Variability of Net Operating Income had significant influence on firm performance.*

Keywords: Working Capital, Cash Conversion Cycle, Gross Operating Profit, Tobin's Q

Manajemen perusahaan mempunyai tugas mengelola semua aktiva yang dimiliki perusahaan secara efisien dalam menciptakan sarana dan prasarana penjualan. Aktiva perusahaan terdiri dari, aktiva lancar (*current assets*) atau aktiva operasional dan aktiva tetap (*fixed assets*). Komponen aktiva lancar meliputi: kas, efek, piutang dagang dan persediaan, sedangkan komponen aktiva tetap meliputi: aktiva tidak bergerak (tanah, gedung bangunan) dan aktiva bergerak (mesin-mesin, peralatan). Seluruh komponen aktiva lancar dan aktiva tetap dalam aktivitas perusahaan atau operasional merupakan sumber daya (*resources*) yang harus dikelola secara efisien (Darminto, 2007). Aktivitas operasi merupakan sumber utama laba perusahaan (Wild, Subramanyam, dan Halsey, 2005), oleh karena itu dibutuhkan pengelolaan yang tepat agar efisiensi dan efektifitas perusahaan tercapai.

Dalam pengelolaan aktiva lancar (modal kerja), perusahaan menghadapi *fundamental trade-off* antara modal kerja (likuiditas) dan laba (profitabilitas) yang dihasilkan. Modal kerja dibutuhkan untuk menjalankan usaha dan makin besar penahanan modal kerja makin kecil risiko kekurangan dana, dengan demikian menurunkan risiko operasi perusahaan. Akan tetapi, menahan modal kerja memerlukan biaya, misal jika persediaan terlalu besar perusahaan akan mempunyai aktiva yang menghasilkan pengembalian nol atau negatif jika biaya penyimpanan dan kerusakan tinggi. Selain itu perusahaan harus mendapatkan modal untuk membeli aktiva, seperti persediaan, dan modal ini mempunyai biaya, sehingga laba dapat berkurang akibat

Korespondensi: Nilmawati, SE, M.Si, Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, UPN "Veteran" Yogyakarta. Jl. SWK 104 (Lingkar Utara), Condongatur, Yogyakarta 55283. E-mail: nilmaoke@yahoo.com.

kelebihan aktiva (persediaan, piutang atau bahkan kas). Jadi ada tekanan untuk menahan modal kerja pada jumlah minimum yang cukup untuk mendukung pengoperasian bisnis yang lancar (Brigham & Houston, 2001).

Manajemen modal kerja merupakan salah satu hal penting ketika membahas masalah likuiditas dan profitabilitas (Eljelly, 2004) yang melibatkan keputusan tentang jumlah dan komposisi aktiva lancar serta pendanaannya. Semakin besar proporsi aktiva lancar, semakin kecil risiko *running out of cash*. Menurut Raheman & Nashr (2007) untuk mencapai optimal manajemen modal kerja, manajer perusahaan harus mampu mengontrol *trade off* antara memaksimalkan profitabilitas dan keakuratan likuiditas. Suatu manajemen modal kerja yang optimal diharapkan berkontribusi positif terhadap penciptaan nilai perusahaan (Howorth & Westhead, 2003). Ketidakakuratan mengelola komponen modal kerja akan mengakibatkan kesulitan dalam kelanjutan operasi perusahaan dan konsekuensinya adalah nilai pasar perusahaan akan jatuh. Seluruh komponen dari modal kerja yaitu kas, surat berharga, piutang dan persediaan memiliki peran penting dalam kinerja perusahaan. Shin & Soenen (1998) mengemukakan bahwa manajemen modal kerja yang efisien merupakan hal yang sangat penting untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham. Sementara Smith, Beaumont, & Begemann (1997) menekankan bahwa profitabilitas dan likuiditas adalah *silent goals* dari manajemen modal kerja.

Penelitian-penelitian yang mencoba menghubungkan antara pengelolaan modal kerja dengan kinerja menunjukkan hasil bahwa manajemen modal kerja mempengaruhi kinerja perusahaan. Deloof (2003) dan Wang (2002) menemukan bahwa pengelolaan modal kerja secara signifikan mempengaruhi profitabilitas dan peningkatan probabilitas dilakukan dengan mengurangi hari pengumpulan piutang dan pengurangan persediaan. Shin & Soenen (1998) menemukan hasil yang hampir sama bahwa pengelolaan modal kerja mempengaruhi profitabilitas. Raheman & Nashr (2007) menemukan hubungan negatif antara manajemen modal kerja dan profitabilitas, demikian juga hasil temuan Shah & Sana (2006), Lazaridis & Tryfonidis (2006), Falope & Ajilore (2009). Hasil-hasil temuan ini menunjukkan bahwa manajer dapat menghasilkan *return* yang positif untuk pemegang saham dengan mengelola modal kerja secara efektif. Akan tetapi pemikiran tradisional menyebutkan bahwa lebih banyak investasi dalam modal kerja (*conservative policy*) juga meningkatkan profitabilitas. Ketika persediaan banyak, hal ini akan mengurangi biaya yang dikeluarkan karena gangguan dalam proses produksi, mengurangi biaya *supply*, melindungi dari fluktuasi harga dan kehilangan kesempatan bisnis terkait dengan kelangkaan produk (Blinder & Maccini, 1991). Czyewsky & Hicks (1992) juga menyimpulkan bahwa perusahaan dengan *return* yang tinggi dari asetnya memiliki *cash balance* yang lebih tinggi.

Dari uraian-uraian sebelumnya diketahui masih ada celah riset yang dapat dilakukan mengingat penjelasan tentang hubungan antara pengelolaan modal kerja dan kinerja belum sepenuhnya jelas. Oleh karena itu penelitian ini bertujuan meneliti kembali pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan dengan menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Mengelola modal kerja merupakan komponen yang sangat penting bagi keuangan perusahaan, ketika manajemen modal kerja yang efisien akan mengantarkan perusahaan untuk bereaksi cepat dalam mengantisipasi perubahan yang tidak dikehendaki, seperti tingkat suku bunga, harga bahan baku dan pencapaian keunggulan bersaing dibanding pesaing perusahaan (Appuhami, 2008). Para manajer menghabiskan waktu yang cukup banyak dalam keputusan

modal kerja sehari-hari, dikarenakan aktiva lancar adalah investasi jangka pendek yang secara terus-menerus akan dikonversikan ke bentuk-bentuk aset lainnya (Rao, 1989).

Hal utama dari teori tentang manajemen modal kerja berfokus pada *trade-off* antara profitabilitas dan risiko yang terkait dengan tingkat aktiva lancar dan utang lancar. Smith (1980) pertama kali menunjukkan pentingnya *trade-off* antara dua tujuan dari manajemen modal kerja tersebut, yaitu likuiditas dan profitabilitas. Keputusan yang cenderung memaksimalkan keuntungan, cenderung tidak memaksimalkan likuiditas, sebaliknya fokus pada likuiditas cenderung mengurangi potensi keuntungan perusahaan. Ukuran likuiditas perusahaan yang konvensional dilihat dari *current ratio* dan *quick ratio*, tetapi banyak penulis berargumen bahwa likuiditas untuk perusahaan yang berjalan tidak bergantung pada nilai likuiditas dari aset yang dimilikinya tapi lebih kepada *operating cash flow* yang dihasilkan dari aset tersebut (Kamath, 1989). Oleh karena itu dalam penelitian ini akan digunakan konsep *Cash Conversion Cycle* (CCC) dalam mengukur likuiditas.

Cash Conversion Cycle (CCC) digunakan untuk mengukur berapa lama perusahaan dapat mengumpulkan kas yang berasal dari hasil operasi perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi jumlah dana yang diperlukan untuk disimpan pada *current assets*. Hal ini tentunya akan mempengaruhi manajemen aset dan utang yang dilakukan pada perusahaan tersebut. Total *cash cycle* diukur dari jumlah hari yang dibutuhkan untuk membiayai persediaan dan piutang dikurangi dengan jumlah hari pembayaran kepada supplier. Perusahaan dapat memperpendek waktu CCC mereka apabila dapat mempercepat penjualan persediaan yang ada, mempercepat periode penagihan piutang dan memperlambat pembayaran hutang yang ada. Perusahaan yang memiliki waktu CCC yang pendek mampu mengumpulkan *cash* yang diperlukan untuk operasional sehari-hari perusahaan, sehingga tidak perlu memakai sumber dana dari luar yang berarti tidak ada biaya untuk pinjaman dana, selanjutnya keuntungan perusahaan akan meningkat (Syarif & Wilujeng, 2009).

Penelitian yang dilakukan Uyar (2009) menunjukkan industri *retail/wholesale* yang memiliki *Cash Conversion Cycle* (CCC) lebih pendek dibandingkan dengan industri manufaktur, dan ditemukan hubungan negatif signifikan antara CCC dengan profitabilitas. Lazaridis & Tryfonidis (2006) meneliti hubungan antara profitabilitas perusahaan dengan manajemen modal kerja, hasil menunjukkan bahwa ada hubungan signifikan antara *gross operating profit* dan CCC, sehingga manajer dapat menciptakan laba dengan mengelola secara tepat setiap komponen dari modal kerja pada level yang optimal. Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Zariyawati, Annuar, & Rahim (2009), menemukan adanya pengaruh negatif signifikan antara CCC dan profitabilitas perusahaan.

H1.

Cash conversion cycle berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (*conversion cycle* lebih pendek mengindikasikan kinerja yang lebih baik).

Sejumlah hasil penelitian juga menunjukkan variabel-variabel lain yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, dalam penelitian ini juga akan dimasukkan sejumlah variabel-variabel tersebut antara lain: ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan perusahaan (*sales growth*), *leverage*, dan *variability income*. Hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan antara ukuran perusahaan (*size*) dengan profitabilitas perusahaan (Su, 2001).

Hal ini dikarenakan perusahaan besar dapat lebih mudah memperoleh dana dari pasar modal, sehingga mereka dapat memegang kas hanya dalam jumlah yang kecil. Selain itu perusahaan yang lebih besar biasanya lebih mempunyai kesempatan untuk tumbuh sehingga dapat menunjukkan kinerja yang positif.

H2.

SIZE berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Perusahaan yang mempunyai kesempatan lebih untuk tumbuh (*growth*) dan lebih memiliki fluktuasi aliran kas dimasa yang akan datang akan meningkatkan jumlah kas dan investasi jangka pendek yang dimiliki, hal ini akan meningkatkan kinerja perusahaan (Opler, Stulz, R. dan Williamson, 1999).

H3.

Sales Growth berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Sesuai dengan *pecking order theory*, sebuah perusahaan cenderung akan menggunakan modal yang ada dalam perusahaan sebelum menerbitkan saham baru atau meminjam uang dari pihak luar. Sehingga sebuah perusahaan akan mempertahankan untuk memegang modalnya sendiri, untuk kebutuhan internal ataupun untuk membayar utang. Utang yang lebih banyak berarti modal internal yang dimiliki lebih sedikit untuk operasi perusahaan yang akan meningkatkan risiko perusahaan, sehingga rasio utang akan berpengaruh negatif terhadap nilai pasar.

H4.

Leverage Financial berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Menurut teori prediksi kebangkrutan dari Altman (1968), volatilitas yang tinggi dari *income* mengindikasikan risiko kebangkrutan yang tinggi, sehingga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

H5.

Variability of net operating income berpengaruh negatif terhadap kinerja

Metode Penelitian

Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan terbuka yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007– 2010. Adapun sampel diambil secara *purposive sampling* dengan kriteria: selama periode penelitian, perusahaan mempunyai laba positif dan bukan perusahaan sektor keuangan.

Pengukuran Variabel

Kinerja pasar diukur dengan menggunakan Tobins' Q (TQ).

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

Kinerja akuntansi diukur dengan menggunakan Gross Operating Profit (GOP).

$$GOP = \frac{\text{Sales} - \text{Cost of Goods Sold}}{\text{Total Asset}}$$

Cash conversion cycle (CCC) diukur dengan menggunakan formula berikut:

$$CCC = \text{Number of day's accounts receivable} + \text{number of day's inventory} - \text{number of day's accounts payable}$$

$$\text{Number of days account receivable} = \frac{\text{Account Receivable}/365}{\text{Sales}}$$

$$\text{Number of days inventory} = \frac{\text{Inventory}/365}{\text{Cost of sales}}$$

$$\text{Number of days account payable} = \frac{\text{Account Payable}/365}{\text{Cost of sales}}$$

SIZE diukur dengan *the natural logarithm of sales*

Sales Growth (SG) diukur dengan menggunakan formula berikut:

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

Leverage Financial (LEV) diukur dengan menggunakan formula berikut:

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

Variability of net operating income (VNOI) diukur dengan menggunakan formula berikut:

$$VNOI = \frac{\text{Standar deviation of net operating income of each firm over the 2006 - 2010 period}}{\text{Total Asset}}$$

Analisis Data

Untuk mencapai tujuan penelitian, pengujian dilakukan dengan menggunakan regresi linear berganda terhadap model berikut:

$$1. TQ_{i,t} = b_0 + b_1 CCC_{it} + b_2 SIZE_{it} + b_3 SG_{it} + b_4 LEV_{it} + b_5 VNOI_{it} + e_i$$

$$2. GOP_{i,t} = b_0 + b_1 CCC_{it} + b_2 SIZE_{it} + b_3 SG_{it} + b_4 LEV_{it} + b_5 VNOI_{it} + e_i$$

Untuk menghindari bias dalam analisis, model harus bersifat BLUE (*Best Linear Unbias Estimate*) maka harus memenuhi uji asumsi klasik regresi yang terdiri dari uji autokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas.

Hasil

Penelitian ini bertujuan meneliti pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan dengan menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Ukuran kinerja yang digunakan adalah kinerja pasar (Tobin's Q) dan kinerja akuntansi (*Gross Operating Profit*). Metode yang digunakan adalah regresi berganda.

Tabel 1 merupakan ringkasan hasil uji regresi linier berganda yang menguji pengaruh pengelolaan modal kerja dengan menggunakan ukuran *Cash conversion cycle* (CCC) terhadap kinerja perusahaan yang menggunakan ukuran kinerja pasar yaitu Tobin's Q. Dari Tabel 1 tersebut kemudian dapat dibentuk persamaan sebagai berikut:

$$TQ = -0.287 - 0.564 CCC - 0.045 SIZE - 0.135 SG - 0.897 LEV + 0.051 VNOI$$

Persamaan ini telah melewati asumsi klasik uji autokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas, agar diperoleh model yang bersifat BLUE (*Best Linear Unbias Estimate*).

Tabel 1. Ringkasan Hasil Uji Regresi Berganda dengan Variabel Dependen Tobin's Q

Var. Independen	Koefisien Regresi	t	Tk. Signifikansi
Konstanta	-0,387	-5,32	0,000
CCC	-0,564	-7,68	0,000
SIZE	-0,045	-0,627	0,338
SG	-0,135	-1,4805	0,162
LEV	-0,897	-9,771	0,000
VNOI	0,051	0,6975	0,321
F	25,38		0,000
R ²	0,1695		

Variabel Dependen: TQ

Dari Tabel 1 diketahui bahwa secara bersama variabel manajemen modal kerja yang diukur dengan CCC, variabel ukuran perusahaan (SIZE), variabel pertumbuhan perusahaan (SG), variabel leverage finansial (LEV), dan variabel variabilitas *net operating income* (VNOI) mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel kinerja perusahaan yang menggunakan ukuran pasar yaitu Tobin's Q. Hal ini dikarenakan nilai F sebesar 25.38 dengan tingkat signifikansi 0.000 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05. Sedangkan variabilitas dari variabel kinerja dapat dijelaskan sebesar 16.95% (R^2) oleh variabel CCC, SIZE, SG, LEV, dan VNOI, sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan yang diajukan.

Dari Tabel 1 juga dapat diketahui bahwa variabel CCC dengan koefisien regresi sebesar -0.564 mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap variabel kinerja, karena tingkat probabilitas signifikansinya sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05. Untuk variabel ukuran perusahaan (SIZE) dengan koefisien regresi sebesar -0.045 mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap variabel kinerja, karena tingkat probabilitas signifikansinya sebesar 0.338 lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05.

Untuk variabel pertumbuhan perusahaan/sales growth (SG) dengan koefisien regresi sebesar -0.135 mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap variabel kinerja, karena tingkat probabilitas signifikansinya sebesar 0.162 lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05. Variabel leverage finansial perusahaan (LEV) dengan koefisien regresi sebesar -0.897 mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap variabel kinerja, karena tingkat probabilitas signifikansinya sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05. Sedangkan variabel variabilitas net operating income (VNOI) dengan koefisien regresi sebesar 0.051 mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap variabel kinerja, karena tingkat probabilitas signifikansinya sebesar 0.321 lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05

Selanjutnya untuk melihat pengaruh pengelolaan modal kerja dengan menggunakan ukuran Cash conversion cycle (CCC) terhadap kinerja perusahaan yang menggunakan ukuran kinerja akuntansi yaitu Gross Operating Income dapat di lihat pada Tabel 2. Dari Tabel 2 tersebut dapat dibentuk persamaan sebagai berikut:

$$GOP = -0.3001 - 0.315 CCC - 0.012 SIZE - 0.042 SG - 0.378 LEV - 0.906 VNOI$$

Tabel 2. Ringkasan Hasil Uji Regresi Berganda dengan Variabel Dependen *Gross Operating Profit*

Var. Independen	Koefisien Regresi	t	Tk. Signifikansi
Konstanta	-0.3001	-4.2120	0.001
CCC	-0.315	-4.3275	0.002
SIZE	-0.012	-0.1515	0.4595
SG	-0.042	-0.4485	0.3825
LEV	-0.378	-4.1325	0.003
VNOI	-0.906	-12.48	0.000
F Hitung	28.767		0,000
R^2	0.1875		

Variabel Dependen: GOP

Persamaan ini telah melewati asumsi klasik uji autokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas, agar diperoleh model yang bersifat BLUE (Best Linear Unbias Estimate).

Dari Tabel 2 diketahui bahwa secara bersama variabel manajemen modal kerja yang diukur dengan Gross Operating Profit, variabel ukuran perusahaan (SIZE), variabel pertumbuhan perusahaan (SG), variabel leverage finansial (LEV), dan variabel variabilitas net operating income (VNOI) mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel kinerja perusahaan yang menggunakan ukuran pasar yaitu Tobin's Q. Hal ini dikarenakan nilai F hitung sebesar 28.767 dengan tingkat signifikansi 0.000 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05. Sedangkan variabilitas dari variabel kinerja dapat dijelaskan sebesar 18.75% (R^2) oleh variabel CCC, SIZE, SG, LEV, dan VNOI, sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan yang diajukan

Dari Tabel 2 juga dapat diketahui bahwa variabel CCC dengan koefisien regresi sebesar -0.315 mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap variabel kinerja, karena tingkat probabilitas signifikansinya sebesar 0.002 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05. Untuk variabel ukuran perusahaan (SIZE) dengan koefisien regresi sebesar -0.012 mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap variabel kinerja, karena tingkat probabilitas signifikansinya sebesar 0.4595 lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05.

Untuk variabel pertumbuhan perusahaan/sales growth (SG) dengan koefisien regresi sebesar -0.042 mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap variabel kinerja, karena tingkat probabilitas signifikansinya sebesar 0.3852 lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05. Variabel leverage finansial perusahaan (LEV) dengan koefisien regresi sebesar -0.378 mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap variabel kinerja, karena tingkat probabilitas signifikansinya sebesar 0.003 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05. Terakhir variabel variabilitas net operating income (VNOI) dengan koefisien regresi sebesar -0.906 mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap variabel kinerja, karena tingkat probabilitas signifikansinya sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05.

Pembahasan

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa variabel manajemen modal kerja yang diukur dengan menggunakan cash conversion cycle mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan baik dengan menggunakan ukuran pasar (Tobin's Q) maupun dengan ukuran akuntansi (Gross Operation Profit/GOP). Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa jumlah hari yang dibutuhkan untuk membiayai persediaan dan piutang dikurangi dengan jumlah hari pembayaran kepada supplier yang semakin singkat, akan meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang dapat memperpendek waktu CCC dapat mempercepat penjualan persediaan yang ada, mempercepat periode penagihan piutang dan memperlambat pembayaran hutang mereka. Perusahaan yang memiliki waktu CCC yang pendek mampu mengumpulkan cash yang diperlukan untuk operasional sehari-hari perusahaan, sehingga tidak perlu memakai sumber dana dari luar yang berarti tidak ada biaya untuk pinjaman dana, selanjutnya keuntungan perusahaan akan meningkat (Syarief & Wilujeng, 2009) . Hasil

penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Zariyawati, et al. (2009), Shin & Soenen, (1998), Eljelly (2004) dan Raheman & Nashr (2007).

Untuk variabel ukuran perusahaan (SIZE) dalam penelitian ini menunjukkan pengaruh negatif terhadap kinerja baik yang diukur dengan Tobin's Q maupun GOP, tetapi tidak signifikan. Pengaruh negatif variabel SIZE terhadap kinerja perusahaan mempunyai makna bahwa perusahaan dengan ukuran besar justru memiliki kinerja yang rendah. Temuan ini berbeda dengan teori yang diharapkan bahwa semakin besar suatu perusahaan akan semakin baik kinerjanya, dikarenakan perusahaan yang besar lebih memiliki peluang untuk berkembang sehingga semakin besar kemungkinan untuk mendapatkan profit. Akan tetapi karena pengaruh negatif dalam penelitian ini tidak signifikan, maka dapat disimpulkan bahwa ukuran suatu perusahaan tidak menyebabkan kinerja perusahaan tersebut menjadi lebih baik atau lebih buruk. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan temuan Karaduman, Akbas, Caliskan, & Durer (2011).

Variabel pertumbuhan perusahaan (*Sales Growth/SG*) dalam penelitian ini menunjukkan pengaruh negatif terhadap kinerja baik yang diukur dengan Tobin's Q maupun GOP, tetapi tidak signifikan. Hasil ini berbeda dengan teori yang diharapkan yang menyebutkan bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan lebih untuk tumbuh akan memiliki kinerja yang lebih baik. Namun karena pengaruh negatif dalam penelitian ini tidak signifikan, maka dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak menyebabkan kinerja perusahaan tersebut menjadi lebih baik atau lebih buruk. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan temuan Opler, Stulz & Williamson (1999).

Untuk variabel *leverage* finansial perusahaan (LEV) dalam penelitian ini menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja baik yang diukur dengan Tobin's Q maupun GOP. Hal ini menunjukkan bahwa utang yang lebih banyak berarti modal internal yang dimiliki perusahaan lebih sedikit untuk operasionalisasinya, yang akan meningkatkan risiko perusahaan, yang pada gilirannya akan menurunkan nilai perusahaan. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Alam, Ali, Rehman & Akram (2011) untuk pengaruh leverage terhadap ROA tetapi tidak untuk pengaruh leverage terhadap Tobin's Q.

Variabel variabilitas net operating income (VNOI) yang mengukur volatilitas dari income perusahaan dalam penelitian ini menunjukkan hasil yang mix: berpengaruh positif pada kinerja pasar (Tobin's Q) tetapi tidak signifikan dan berpengaruh negatif signifikan pada kinerja akuntansi (GOS). Secara teoritis pengaruh VNOI terhadap kinerja perusahaan adalah negatif, yang berarti bahwa perusahaan dengan volatilitas pendapatan yang tinggi mengindikasikan memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi juga, sehingga akan menurunkan nilai perusahaan.

Saran

Bagi para manajer hendaknya mampu mengelola modal kerja yang dimiliki dengan lebih efisien karena terbukti mampu meningkatkan kinerja perusahaan. Pengelolaan terutama menekankan pada *operating cash flow*, yang terkait dengan berapa lama perusahaan dapat mengumpulkan kas yang berasal dari hasil operasi perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi jumlah dana yang diperlukan untuk disimpan pada *current assets*.

Bagi peneliti selanjutnya, dapat memasukkan variabel-variabel lain yang terkait dengan pengelolaan modal kerja yang belum dimasukkan dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan ukuran *Cash Conversion Cycle* (CCC) untuk ukuran pengelolaan modal kerja,

peneliti selanjutnya dapat mengkombinasikan dengan ukuran modal kerja tradisional seperti *current asset*, *receivable turn over*, *inventory turnover* dan lain-lain.

Simpulan

Penelitian ini bertujuan meneliti dan menganalisis pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan dengan menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dari hasil pembahasan yang telah disampaikan sebelumnya diketahui bahwa manajemen modal kerja yang efisien dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Semakin efisien pengelolaan modal kerja, yang diukur dengan *Cash Conversion Cycle* (CCC) semakin tinggi kinerja perusahaan, baik yang diukur dengan kinerja pasar (Tobin's Q) maupun dengan kinerja akuntansi (GOP).

Penulis

Nilmawati, SE, M.Si adalah tenaga pengajar Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, UPN "Veteran" Yogyakarta.

Referensi

- Alam, H. M, Ali L., Rehman C. A. & Akram M. (2011). The Impact of Working Capital Management on Profitability and Market Valuation of Pakistani Firms. *European Journal of Economics, Finance & Administrative Sciences*, 32: 48-54.
- Altman, E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, 23 (4): 589-609.
- Appuhami, B. (2008). The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study Across Industries in Thailand. *International Management Review*, 4: 8-21.
- Blinder, A. S. & Macinni, L. (1990). Taking Stock: A critical Assessment of Recent Research on Inventories. *Journal of Economic Perspectives*, 5 (1): 73-96.
- Brigham, E. F. & Houston, J. F. (2001). *Fundamentals of Financial Management*, 9th Edition. Harcourt College, USA.
- Czyzewski, A. B. & Hicks, D. W. (1992). Hold onto Your Cash. *Management Accounting* (March): 27-30.
- 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 Affects Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting* 30(3) & (4): 0306-686X.
- Eljelly, M. A. (2004). Liquidity – Profitability Tradeoff: An empirical Investigation in An Emerging Market. *International Journal of Commerce & Management*. 14 (2): 48-61.
- Falope, O. I. & Ajilore, O. T. (2009). Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Companies in Nigeria. *Research Journal of Business Management*, 3: 73-84.
- Howorth, C. & Westhead, P. (2003). The Focus of Working Capital Management in UK Small Firms. *Management Accounting Research*, 14 (2): 94-111.
- Kamath, R. (1989). How useful are common liquidity measures? *Journal of Cash Management*, 9 (1): 24-8.
- Karaduman, H. A., Akbas, H. E., Caliskan, A. O., & Durer, S. (2011). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from Emerging Market. *International Research Journal of Finance and Economic*, 62: 61-67.
- Lazaridis, I. & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange, *Journal of Financial Management and Analysis*, 19 (1): 26 – 35.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (1999), The determinants and implication of corporate cash holdings, *Journal of Financial Economics*, 52 (1): 3-46.
- Raheman, A. & Nashr, M. (2007). Working Capital Management and Profitability – Case of Pakistani Firms. *International Review of Business Research Papers*, 3 (2): 275 - 296.
- Rao, R. (1989). *Fundamentals of Financial Management*, 3rd ed. New York: Macmillan Publishers.
- Shah, A. & Sana, A. (2006). Impact of Working Capital Management on the Profitability of Oil and Gas Sector of Pakistan. *European Journal of Scientific Research*, 15 (3): 301-307.
- Shin, H., & L. Soenen, (1998). Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability. *Financial Practice and Education*. 8 (2): 37–45.
- Smith, Beaumont, M. & Begemann, E. (1997). Measuring Association between Working Capital and Return on Investment, *South African Journal of Business Management*. 28 (1): 73-84.
- Smith, K. (1980), *Profitability versus Liquidity Tradeoffs in Working Capital Management, Readings on the Management of Working Capital*. New York, St. Paul: West Publishing Company.
- Syarif, M. E. & Wilujeng, P. I. (2009). Cash Conversion Cycle dan Hubungannya dengan Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Manajemen Modal Kerja. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 14 (1): 61-69.
- Uyar, A. (2009). The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 24: 186-193.
- Wang, Y. J. (2002). Liquidity Management, Operating Performance, and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, 12: 159-169.

Wild, J. J., Subramanyam, K. R. & Halsey, R. F. (2005). *Financial Statement Analysis*, Buku 1, Edisi 8. Jakarta: Salemba Empat.

Zariyawati, M., Annuar, H., & Rahim, S. A. (2009). Working Capital Management and Corporate Performance: Case of Malaysia. *Journal of Modern Accounting and Auditing* 5 (11): 47-54.