

PENGELOLAAN MODAL KERJA DALAM PENGEMBANGAN PERUSAHAAN: KASUS INDUSTRI BARANG KONSUMSI

Dita Roosemella Paramadina

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Malang, Indonesia
Email: ditaroosemella@unisma.ac.id

Abstrak

Secara umum, efisiensi pada pengelolaan modal kerja perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan. Namun, di saat tertentu pengelolaan modal kerja tanpa adanya efisiensi dapat meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan. Terdapat tren kenaikan penggunaan modal kerja pada perusahaan sektor industri barang konsumsi dari tahun 2009 - 2013 yang menarik untuk diteliti. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh langsung siklus perubahan kas terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan. Selain itu, pengaruh tidak langsung siklus perubahan kas terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas juga diteliti. Sejumlah 23 perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia digunakan dalam penelitian sebagai populasi dan sampel. Analisis jalur digunakan sebagai metode analisis data. Hasil penelitian yang diperoleh menunjukkan bahwa efisiensi pengelolaan modal kerja terutama pada pengelolaan kas bukan menjadi salah satu prioritas utama perusahaan yang sedang berkembang untuk meningkatkan profitabilitas. Profitabilitas tidak memediasi pengaruh siklus perubahan kas terhadap nilai perusahaan. Disimpulkan bahwa pasar lebih menilai bagaimana perusahaan dapat melakukan perbaikan pengelolaan likuiditas dengan baik terutama pada modal kerjanya daripada hanya melihat profitabilitasnya karena jika kondisi likuiditas perusahaan baik, maka pasti akan berdampak positif pada profitabilitas.

Kata Kunci: modal kerja; siklus perubahan kas; profitabilitas; nilai perusahaan

Abstract

In general, efficiency in firm's working capital management can increase profitability and firm value. However, at a certain time working capital management without efficiency can increase profitability and firm value. There is an trend of increasing use of working capital in consumer goods industry sector firms in 2009 to 2013 that are interesting to study. This study aims to analyze the direct effects of the cash conversion cycle on profitability and firm value. In addition, indirect effects of the cash conversion cycle on firm value through profitability are also examined. A total of 23 firms in the consumer goods industry sector listed on the Indonesia Stock Exchange were used in this study as populations and samples. Path analysis was used as a method of data analysis. The research results obtained indicate that the efficiency of working capital

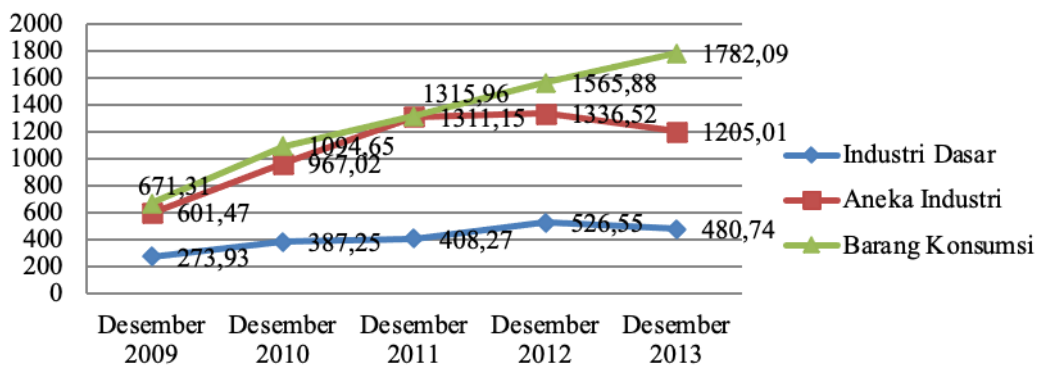
management, especially in cash management is not one of the main priorities of developing firms to increase its profitability. Profitability does not mediate the effect of the cash conversion cycle on firm value. It was concluded that the market is more assessing how firms can make improvements in its liquidity management, especially in working capital rather than just looking at its profitability because if the firm's liquidity conditions is good, it will definitely have a positive impact on profitability.

Keywords: working capital; cash conversion cycle; profitability; firm value

Received: 2022-01-20; Accepted: 2022-02-05; Published: 2022-02-20

Pendahuluan

Efisiensi pengelolaan modal kerja pada umumnya dianggap sebagai suatu hal yang penting dalam kegiatan operasional perusahaan karena dapat meningkatkan kemampuan menghasilkan laba dan nilai perusahaan (Brigham, E. F. dan Ehrhardt, 2011). Terutama dalam menghadapi masa-masa krisis, perusahaan akan cenderung lebih menekankan pentingnya efisiensi pengelolaan modal kerjanya agar dapat menjaga perolehan laba perusahaan (Enqvist, Graham, & Nikkinen, 2014); (Tsuruta, 2019). Namun, pada kondisi tertentu, perusahaan dapat tidak menerapkan efisiensi pengelolaan modal kerja jika dalam kondisi mengembangkan bisnisnya agar dapat mendorong tingkat penjualan (Vernimmen, Quiry, & Le Fur, 2022) selama manfaat kelonggaran pengelolaan tersebut lebih tinggi daripada peningkatan biaya investasi modal kerjanya (Deloof, 2003).



Gambar 1
Grafik Pergerakan Indeks Industri Dasar, Indeks Aneka Industri dan Indeks Barang Konsumsi

Keterangan: Diambil dari penutupan nilai indeks masing-masing sektor setiap akhir tahun.
Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2019

Perusahaan yang terdaftar di sektor industri makanan dan minuman Bursa Efek Indonesia merupakan salah satu sektor favorit para investor. Pasca krisis keuangan global yang sempat terjadi pada tahun 2008-2009 dan selama pemulihan krisis lima tahun berikutnya, nilai indeks sektor ini meningkat pesat jika dibandingkan dengan dua

sektor industri lainnya. seperti yang ditunjukkan pada Gambar 1. Peningkatan nilai ini menunjukkan adanya perkembangan yang signifikan pada perusahaan-perusahaan dalam sektor tersebut. Selain adanya peningkatan nilai, perusahaan sektor industri barang konsumsi juga menunjukkan adanya peningkatan modal kerja bersih perusahaan seperti yang tertera pada Tabel 1. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di sektor tersebut terindikasi tidak menerapkan efisiensi modal kerja. Namun, peningkatan modal kerja bersih tersebut juga diikuti peningkatan pada penjualan dan laba bersih perusahaan.

Tabel 1
Tingkat Rata-rata Modal Kerja Bersih, Penjualan dan Laba Bersih Perusahaan
Sektor Industri Barang Konsumsi (dalam Ratusan Jutaan Rupiah)

	2009	2010	2011	2012	2013
Modal kerja Bersih	1.336	1.543	1.830	2.114	2.537
Penjualan	5.181	6.180	7.201	8.423	9.692
Laba Bersih	526	704	866	853	972

Sumber: Data diolah (2019) dari Laporan Keuangan Perusahaan-perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi 2009-2013

Pengukuran efisiensi pengelolaan modal kerja perusahaan secara menyeluruh dapat dilakukan dengan menggunakan konsep siklus perubahan kas (Deloof, 2003). Semakin pendek siklus perubahan kas suatu perusahaan menunjukkan semakin efisien pula pengelolaan modal kerjanya. Pemendekan siklus perubahan kas dapat dilakukan dengan cara menagih piutang para pelanggan lebih cepat, mengurangi jumlah persediaan yang dimiliki dan mengupayakan untuk menunda pembayaran utang kepada pemasok.

Dari hasil beberapa penelitian terdahulu diperoleh hasil yang berbeda mengenai hubungan pengelolaan modal kerja secara langsung pada profitabilitas dan nilai perusahaan. Beberapa hasil penelitian mendukung teori bahwa semakin pendek siklus perubahan kas, tingkat kemampuan menghasilkan laba perusahaan juga semakin meningkat (Enqvist et al., 2014). Begitu pula dengan nilai perusahaan yang semakin meningkat dengan adanya pemendekan siklus perubahan kas (Mohamad & Saad, 2010). Namun ada pula yang menemukan bahwa semakin panjang siklus perubahan kas suatu perusahaan, semakin meningkat pula kemampuan menghasilkan laba (Abuzayed, 2012) dan nilai perusahaan (Vural, Sökmen, & Çetenak, 2012).

Penelitian yang mengaitkan hubungan siklus perubahan kas dengan kinerja perusahaan melalui nilai perusahaan juga masih terbatas. Sesuai dengan pernyataan (Fama & French, 2000), (Brigham, E. F. dan Ehrhardt, 2011) serta (Juliano Ribeiro De Almeida & Eid Jr, 2014) yakni jika kemampuan menghasilkan laba perusahaan meningkat dengan adanya efisiensi pengelolaan modal kerjanya, maka peningkatan kemampuan menghasilkan laba tersebut tentu dapat meningkatkan pula nilai perusahaan. Dalam penelitian terdahulu, ditemukan hasil yang tidak signifikan antara siklus perubahan kas terhadap nilai perusahaan (Abuzayed, 2012); (Vural et al., 2012)

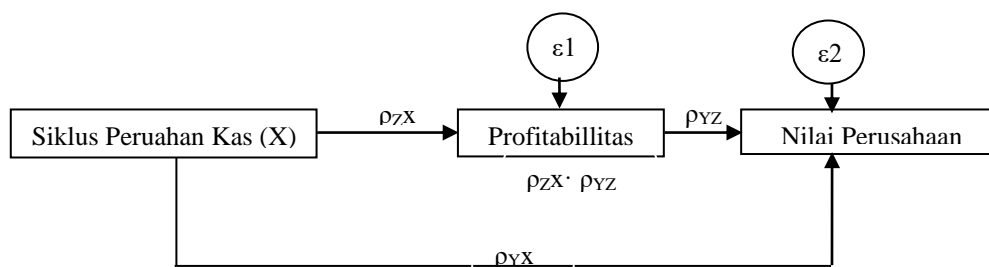
yang memberikan celah penelitian bahwa adanya kemungkinan investor menilai likuiditas perusahaan melalui penilaian profitabilitasnya.

Berdasarkan pemaparan yang ada, terdapat beberapa poin rumusan masalah yang menarik untuk diteliti. Pertama, meneliti hubungan siklus perubahan kas dengan profitabilitas. Kedua, meneliti hubungan siklus perubahan kas dengan nilai perusahaan. Ketiga meneliti hubungan profitabilitas dengan nilai perusahaan. Keempat, meneliti hubungan tidak langsung antara siklus perubahan kas dengan nilai perusahaan melalui profitabilitas yang sebelumnya belum pernah diteliti oleh peneliti-penelitian terdahulu. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh langsung siklus perubahan kas terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan serta pengaruh tidak langsungnya terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan-perusahaan berkembang.

Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian eksplanatori. Analisis jalur digunakan sebagai metode analisis data untuk menguji pengaruh variabel mediasi. Ilustrasi kerangka konsep dan diagram analisis jalur disajikan pada Gambar 2. Terdapat dua persamaan regresi yang menunjukkan hubungan-hubungan variabel yang diuji dalam penelitian. Persamaan regresi pertama menguji variabel eksogen terhadap variabel mediasi, sedangkan regresi kedua menguji variabel eksogen dan variabel mediasi terhadap variabel endogen yang dijelaskan sebagai berikut.

- (1) $Z = \alpha + \rho_{ZX} + \varepsilon_1$
- (2) $Y = \alpha + \rho_{YX} + \rho_{YZ} + \varepsilon_2$



Gambar 2
Diagram Model Analisis Jalur

Keterangan, ρ : koefisien jalur (*path coefficient*) yang menyatakan hubungan pengaruh langsung; ρ_{ZX} : menyatakan besarnya hubungan pengaruh langsung X terhadap Z; ρ_{YX} : menyatakan besarnya hubungan pengaruh langsung X terhadap Y; ρ_{YZ} : menyatakan besarnya hubungan pengaruh langsung Y terhadap Z; $\rho_{ZX} \cdot \rho_{YZ}$: menyatakan besarnya pengaruh tidak langsung X terhadap Y melalui Z; ε_n : jumlah varian variabel endogen yang tidak dapat dijelaskan variabel eksogen.

Analisis jalur perlu dilakukan beberapa pengujian asumsi yaitu hubungan linier tidaknya antar variabel yang diteliti, model berbentuk rekursif atau menunjukkan aliran kausal satu arah, variabel diukur tanpa kesalahan, variabel endogen minimal berskala interval dan model sesuai dengan teori yang relevan (Solimun, 2002). Tahap selanjutnya melakukan uji regresi dan pemeriksaan validitas model melalui penghitungan koefisien determinasi total (R_m^2). Koefisien tersebut dihitung dengan nilai satu dikurangi perkalian dari kuadrat nilai galat (P_{ep}^2) masing-masing persamaan regresi dimana nilai galat atau diperoleh melalui rumus $\varepsilon_n = \sqrt{(1 - R^2)}$.

$$R_m^2 = 1 - P_{e1}^2 P_{e2}^2 \dots P_{ep}^2$$

Setelah dilakukan pengujian asumsi, uji regresi dan pemeriksaan validitas model, maka akan didapat hasil dari uji pengaruh langsung antar variabel penelitian baik dari nilai koefisien *standardized* yang merupakan koefisien jalur (ρ) maupun tingkat signifikansinya. Pengujian pengaruh tidak langsung melalui uji mediasi dapat dilakukan dengan menggunakan Uji Sobel (Preacher, 2010). Dari Uji Sobel tersebut dapat diperoleh nilai t-hitung dan nilai signifikansi dari pengaruh tidak langsung suatu variabel, sedangkan nilai koefisien tidak langsung diperoleh melalui perkalian koefisien *standardized* pengaruh langsungnya.

Penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode penelitian tahun 2009-2013 sebagai obyek penelitian. Terdapat 38 perusahaan sektor industri barang konsumsi yang diseleksi sehingga diperoleh populasi penelitian sebanyak 23 perusahaan berdasarkan kelengkapan data selama periode penelitian, persamaan karakteristik perusahaan dan tidak terdapat data *outlier*. Perusahaan rokok dan perusahaan peralatan rumah tangga dikeluarkan dari populasi karena tidak tergolong barang konsumsi dengan pergerakan cepat (*Fast Moving Consumer Goods/FMCG*). Metode sensus digunakan dalam pengambilan sampel sehingga seluruh jumlah populasi penelitian dijadikan sebagai sampel dengan unit analisis sejumlah 115 observasi. Metode pengumpulan data menggunakan metode dokumentasi karena sumber data yang digunakan merupakan data sekunder dengan jenis data kuantitatif. Data diperoleh melalui laporan keuangan yang sudah diaudit dan laporan tahunan perusahaan yang diperoleh dari *database* BEI.

Definisi operasional variabel penelitian dan pengukurannya disajikan pada Tabel 2. GOP digunakan sebagai pengukuran profitabilitas karena dalam penelitian ini ingin berfokus pada pengukuran kinerja operasional (Enqvist et al., 2014). Nilai perusahaan diukur dengan Tobin's Q karena menggambarkan bagaimana pasar melakukan ekspektasi nilai masa depan melalui penilaian manajemen modal kerja yang dilakukan oleh perusahaan (Abuzayed, 2012); (Kroes & Manikas, 2014).

Tabel 2
Definsi Operasional Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Proksi	Pengukuran	Acuan
Mediasi			
Profitabilitas (Z) merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari kegiatan operasional.	<i>Gross operating profit (GOP)</i>	<i>(Sales – Cost of Good Sold) / (Total Asset – Financial Asset)</i> (data dalam persentase)	(Abuzayed, 2012)
Endogen			
Nilai Perusahaan (Y) merupakan penilaian kinerja masa lalu dan prospek perusahaan di masa yang akan datang.	Tobin's Q	<i>(Market Value of Equity + Book Value of Liability) / Book Value of Assets</i> (data dalam persentase)	(Mohamad & Saad, 2010)
Eksogen			
Siklus perubahan kas (X) merupakan rentang waktu antara pengeluaran kas untuk membayar bahan baku dan tenaga kerja serta penerimaan kas dari penjualan produk	<i>Cash conversion cycle</i>	periode persediaan + periode piutang - periode pembayaran utang (data dalam satuan hari)	(Deloof, 2003)

Sumber: Data diolah, 2019

Tabel 3
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Rata-rata	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum
Siklus Perubahan Kas	115	60	54	-32	261
Profitabilitas	115	0,86	0,67	-0,78	2,62
Nilai perusahaan	115	2,78	3,32	0,31	15,54
Siklus Perubahan Kas (ln)	115	4,38	0,68	1,39	5,69
Profitabilitas (ln)	115	1,34	0,17	0,80	1,73
Nilai perusahaan (ln)	115	1,65	0,41	1,20	2,92

Sumber: Data diolah, 2015

Hasil dan Pembahasan

A. Hasil Penelitian

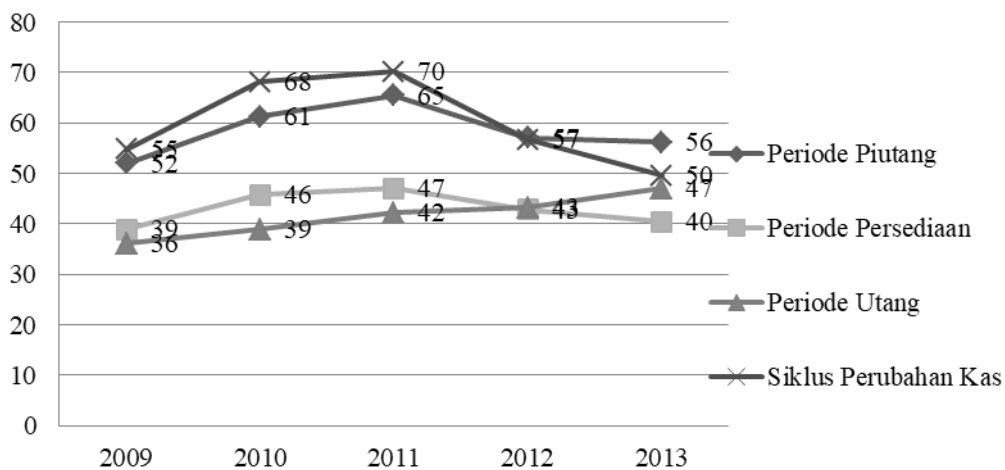
Hasil statistik deskriptif pada Tabel 3 memberikan penjelasan bahwa nilai standar deviasi pada siklus perubahan kas dan nilai perusahaan sangatlah tinggi karena di atas 1,0. Hasil tersebut menunjukkan data yang sangat heterogen. Nilai profitabilitas perusahaan menunjukkan data yang cukup homogen karena nilai standar deviasinya kurang dari 1,0. Untuk menghindari terjadinya pelanggaran asumsi klasik dan membuat data lebih homogen, data setiap variabel dikonversi menjadi bentuk logaritma natural (ln) (Ghozali, 2009).

Tabel 4 memberikan informasi bahwa perusahaan-perusahaan sub sektor industri barang konsumsi rata-rata memiliki siklus perubahan kas yang panjang setiap tahun. Perusahaan sub sektor makanan dan minuman memiliki rata-rata siklus paling pendek diikuti farmasi serta kosmetik dan kebutuhan rumah tangga. Setiap sub sektor terjadi kenaikan dan penurunan siklus yang tidak terlalu signifikan setiap tahun. Dari sisi profitabilitas, dampak dari kenaikan dan penurunan siklus perubahan kas juga memberikan dampak kenaikan maupun penurunan nilai yang tidak signifikan pula pada masing-masing sub sektor. Kecuali, nilai perusahaan tiap-tiap sub sektor yang cukup terlihat ada kenaikan per tahunnya.

Tabel 4
Rata-rata Penghitungan Data Per Sub Sektor

Sub Sektor	Rata-rata per tahun				
	2009	2010	2011	2012	2013
	Siklus Perubahan Kas (dalam Hari)				
Makanan dan Minuman	47	73	71	45	38
Farmasi	60	54	62	67	60
Kosmetik dan Kebutuhan Rumah Tangga	75	79	84	83	75
	Profitabilitas (dalam Persen)				
Makanan dan Minuman	0,63	0,41	0,69	0,54	0,74
Farmasi	1,32	1,23	1,18	1,22	1,07
Kosmetik dan Kebutuhan Rumah Tangga	1,31	1,07	1,18	1,27	1,09
	Nilai Perusahaan (dalam Persen)				
Makanan dan Minuman	1,84	2,33	2,26	3,33	3,58
Farmasi	1,28	1,69	1,78	2,35	2,06
Kosmetik dan Kebutuhan Rumah Tangga	4,71	5,78	5,49	5,48	5,99

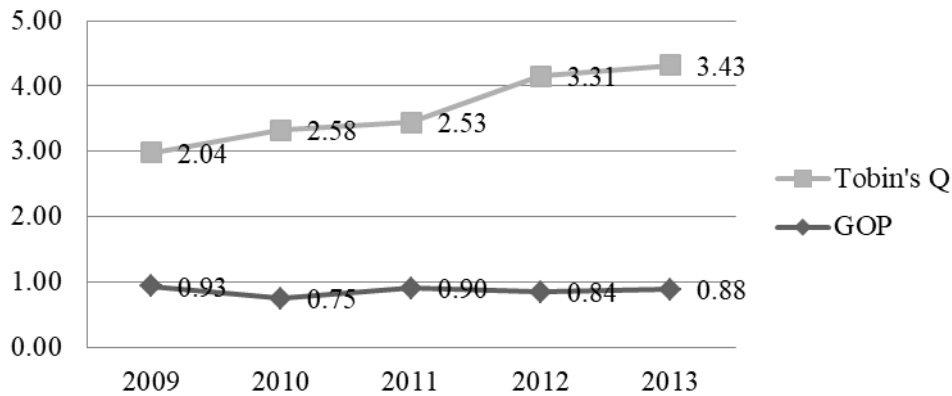
Sumber: Data diolah, 2015



Gambar 3
Grafik Siklus Perubahan Kas dan Komponennya (dalam Hari)

Sumber: Data diolah, 2019

Jika dilihat pada Gambar 3, dapat terlihat lebih jelas rata-rata kenaikan dan penurunan siklus perubahan kas perusahaan sektor industri barang konsumsi secara menyeluruh setiap tahunnya. Pada tahun 2009 – 2011, siklus perubahan kas perusahaan terlihat mengalami perpanjangan waktu. Kemudian terjadi, pemendekan siklus di dua tahun berikutnya (2012-2013). Selama lima tahun setelah terjadinya krisis, terjadi peralihan dalam pengelolaan modal kerja perusahaan dimana pada tahun 2009-2011 perusahaan tidak melakukan efisiensi pengelolaan modal kerja dan tahun 2012-2013 perusahaan mulai berupaya untuk melakukan efisiensi.



Gambar 4
Grafik Gross Operating Profit (GOP) dan Tobin's Q (dalam Persen)
 Sumber: Data diolah, 2019

Efek peralihan atau perbaikan pengelolaan modal kerja perusahaan sektor industri barang konsumsi sepertinya belum terlalu berdampak pada tingkat profitabilitas perusahaan. Hal tersebut terlihat pada pola grafik nilai GOP pada Gambar 4 yang cenderung tetap atau stabil selama lima tahun. Namun, upaya perbaikan pengelolaan yang dilakukan oleh perusahaan melalui efisien pengelolaan modal kerja pada tahun 2012-2013 tampak diapresiasi pasar. Apresiasi tersebut tampak terlihat pada semakin meningkatnya nilai perusahaan yang diwakili oleh kenaikan nilai Tobin's Q pada Gambar 4.

Tabel 5
Hasil Uji Linieritas Hubungan Antar Variabel

Hubungan Antar Variabel	Hasil Uji	Kesimpulan
Siklus Perubahan Kas (LnX) dengan profitabilitas (LnZ)	<i>Linearity:</i> 0,556 <i>Deviation from Linearity:</i> 0,601	Linier
Profitabilitas (LnZ) dengan nilai perusahaan (LnY)	<i>Linearity:</i> 0,000 <i>Deviation from Linearity:</i> 0,034	Linier
Siklus Perubahan Kas (LnX) dengan nilai perusahaan (LnY)	<i>Linearity:</i> 0,001 <i>Deviation from Linearity:</i> 0,448	Linier

Keterangan: Signifikansi pada 5%

Sumber: Data diolah, 2015

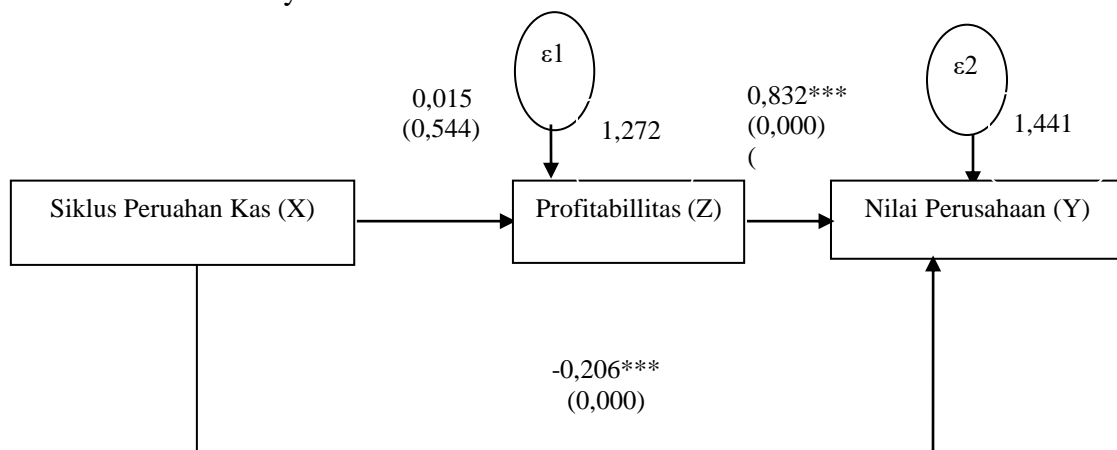
Tabel 6
Koefisien Determinasi Total (R^2_m)

Persamaan Regresi Pertama	Persamaan Regresi Kedua	R^2_m
Uji F= 0,370; Sig. 0,544; α (0,05)	Uji F= 17,247; Sig. 0,000; α (0,05)	
LnX ke LnZ	LnX ke LnZ	
	LnZ ke LnY	
R^2	0,003	0,235
R^2_m		0,237

Sumber: Data diolah, 2019

Tabel 5 dan Tabel 6 menunjukkan hasil uji linieritas dan uji regresi untuk menemukan nilai koefisien determinasi total. Kriteria terpenuhinya uji asumsi linieritas dapat terjadi jika nilai *linierity* < α (0,05) dan nilai *deviation from linierity* > α (0,05). Jika hanya salah satunya yang memenuhi, hubungan antar variabel tetap dianggap linier. Dari hasil uji linieritas, tampak hubungan antar variabel penelitian masih memenuhi asumsi linieritas sehingga dapat dilakukan uji regresi.

Dari hasil uji regresi pada dua persamaan diperoleh nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,3% untuk persamaan regresi pertama dan 23,5% untuk persamaan regresi kedua. Kedua nilai koefisien determinasi tersebut digunakan untuk mencari nilai galat yang digunakan untuk menghitung nilai koefisien determinasi total (R^2_m). Tabel 6 menunjukkan koefisien determinasi total yang diperoleh sebesar 23,7%. Artinya, variabel terikat dalam model penelitian dapat dijelaskan oleh variabel bebas sebesar 23,7%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dan adanya *error*.



Keterangan: *Signifikan pada 10%, **Signifikan pada 5%, ***Signifikan pada 1%

Gambar 5
Model Hubungan Antar Variabel Penelitian

Sumber: Data diolah, 2019

Gambar 5 menjelaskan model hubungan antar variabel yang diteliti beserta nilai koefisien dan nilai signifikansinya. Selain itu, Gambar 5 juga menjelaskan

pengaruh langsung variabel bebas terhadap variabel terikat. Pada Tabel 8 menjelaskan pengaruh tidak langsung antara variabel bebas terhadap variabel terikat melalui variabel mediasi. Berikut ini merupakan hubungan penjelasan Gambar 5 dan Tabel 8 dengan pemenuhan uji hipotesis.

H1: Semakin pendek siklus perubahan kas, semakin meningkatkan profitabilitas secara signifikan.

Hasil pengujian yang dijelaskan dalam Gambar 5 menunjukkan nilai koefisien jalur siklus perubahan kas terhadap profitabilitas sebesar 0,015 dengan nilai signifikansi probabilitas sebesar 0,554. Arah hubungan antar variabel menunjukkan hasil yang positif. Dari hasil pengujian tersebut, hubungan antara siklus perubahan kas terhadap profitabilitas tidak memenuhi kriteria signifikansi yang ditetapkan dan arah hubungannya seharusnya memiliki nilai yang negative, sehingga Hipotesis 1 ditolak.

H2: Semakin pendek siklus perubahan kas, semakin meningkatkan nilai perusahaan secara signifikan.

Hasil pengujian yang dijelaskan dalam Gambar 5 menunjukkan nilai koefisien jalur siklus perubahan kas terhadap nilai perusahaan sebesar 0,206 dengan nilai signifikansi probabilitas sebesar 0,000. Arah hubungan antar variabel menunjukkan hasil yang negatif. Dari hasil pengujian tersebut, hubungan antara siklus perubahan kas terhadap nilai perusahaan memenuhi kriteria signifikansi yang ditetapkan dan arah hubungannya sesuai yakni negatif, sehingga Hipotesis 2 diterima.

H3: Semakin meningkat profitabilitas perusahaan, semakin meningkatkan nilai perusahaan secara signifikan.

Hasil pengujian yang dijelaskan dalam Gambar 5 menunjukkan nilai koefisien jalur profitabilitas terhadap nilai perusahaan sebesar 0,832 dengan nilai signifikansi probabilitas sebesar 0,000. Arah hubungan antar variabel menunjukkan hasil yang positif. Dari hasil pengujian tersebut, hubungan antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan memenuhi kriteria signifikansi yang ditetapkan dan arah hubungannya sesuai yakni positif, sehingga Hipotesis 3 diterima.

H4: Semakin pendek siklus perubahan kas, secara tidak langsung akan semakin meningkatkan nilai perusahaan secara signifikan melalui peningkatan profitabilitas.

Hasil pengujian yang dijelaskan dalam Tabel 8 menunjukkan nilai koefisien tidak langsung sebesar 0,012 antara siklus perubahan kas terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas dengan nilai signifikansi probabilitas sebesar 0,536. Nilai koefisien pengaruh langsung juga lebih besar daripada nilai koefisien pengaruh tidak langsung. Arah hubungan antar variabel menunjukkan hasil yang positif yang seharusnya negatif. Dari hasil pengujian tersebut, profitabilitas tidak dapat memediasi pengaruh siklus perubahan kas terhadap nilai perusahaan, sehingga Hipotesis 4 ditolak.

Tabel 7
Perbandingan Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung
Pengaruh Kausal

Pengaruh Antar Variabel	Pengaruh Kausal			
	Langsung	Tidak Langsung Melalui Profitabilitas	Uji Sobel	
T-Hitung			Sig.	
LnX ke LnY	-0,206	$0,015 \times 0,832 = 0,012$	0.619	0.536

T-tabel (0,05;114) 1,981

Sumber: Data diolah, 2019

B. Pembahasan

Pada hasil pengujian Hipotesis 1, diperoleh bukti bahwa perusahaan sektor industri barang konsumsi tidak melakukan efisiensi pengelolaan modal kerjanya, tetapi dampak tidak diterapkannya efisiensi tidak memberikan dampak yang signifikan untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan. Hasil ini tidak dapat mendukung teori secara umum maupun hasil penelitian terdahulu. Namun, hasil ini dapat menjelaskan bahwa pengelolaan kas bagi perusahaan bukan menjadi hal yang penting bagi perusahaan sesuai dengan penjelasan (Tauringana & Afrifa, 2013). Perusahaan kemungkinan memiliki kas yang cukup sehingga lebih mementingkan aspek pengelolaan modal kerja lainnya seperti pengelolaan piutang, persediaan barang jadi dan utang usahanya. Disamping itu, jika didasarkan pada pemaparan data pada Gambar 3, terdapat peralihan kebijakan perusahaan yang semula tidak menerapkan efisiensi pengelolaan modal kerja pada tahun 2009 – 2011, mengupayakan adanya efisiensi pengelolaan modal kerja pada tahun 2012-2013. Peralihan ini kemungkinan juga bisa menjadi penyebab tidak adanya kenaikan laba secara signifikan dan cenderung tetap seperti yang dipaparkan Gambar 4 pada nilai GOP sebagai pengukur profitabilitas.

Dari hasil pengujian Hipotesis 2, diperoleh bukti bahwa upaya perusahaan untuk melaksanakan efisiensi pada pengelolaan modal kerjanya mendapat apresiasi pasar sehingga nilai perusahaan pun meningkat secara signifikan. Hasil ini sesuai dengan teori yang dikemukakan (Brigham, E. F. dan Ehrhardt, 2011) serta (Damodaran, 2011) juga hasil penelitian (Mohamad & Saad, 2010). Seperti pada pembahasan Hipotesis 1, perusahaan sektor industri barang konsumsi selama periode penelitian berupaya untuk menerapkan efisiensi pengelolaan modal kerja. Meskipun tidak berdampak pada profitabilitasnya, pasar memberikan sikap apresiasi positif yang ditunjukkan pada kenaikan nilai Tobin's Q dari tahun ke tahun sebagai ukuran nilai perusahaan pada Gambar 4 sebagai dampak adanya perbaikan likuiditas. Selain itu, pengaruh negatif signifikan pada hasil pengujian juga menunjukkan bahwa pasar mementingkan kondisi likuiditas perusahaan dan bagaimana penerapan efisiensi pengelolaan modal kerja untuk menilai kinerja perusahaan.

Hasil pengujian Hipotesis 3, menunjukkan bahwa semakin meningkat tingkat profitabilitas perusahaan, semakin meningkatkan nilai perusahaan secara signifikan.

Hasil ini sesuai dengan teori yang dipaparkan oleh (Fama & French, 2000) dan mendukung pula hasil penelitian yang diperoleh (Carl R. Chen & Steiner, 2000) serta (L. J. Chen & Chen, 2011). Berdasarkan hasil tersebut, perusahaan sektor barang konsumsi sangat diapresiasi pasar karena secara konsisten dapat menghasilkan laba seperti yang terlihat pada nilai GOP di Gambar 4 yang cenderung stabil. Kestabilan dalam perolehan laba ini tentunya akan memberikan kemudahan kepada pasar untuk memprediksi keuntungan investasi di masa yang akan datang. Dampaknya sama seperti yang dijelaskan oleh (Brigham, E. F. dan Ehrhardt, 2011) bahwa perusahaan dapat meningkatkan harga sahamnya jika perusahaan melakukan kebijakan dividen yang stabil dan dapat diprediksi.

Hasil pengujian Hipotesis 4 menunjukkan bahwa profitabilitas tidak dapat memediasi pengaruh pemendekan siklus perubahan kas terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan teori yang diungkapkan oleh (Fama & French, 2000), (Brigham, E. F. dan Ehrhardt, 2011) serta (Fernando Carvalho de Almeida, Lesca, & Canton, 2016); (Juliano Ribeiro De Almeida & Eid Jr, 2014). Hal tersebut disebabkan karena tidak adanya pengaruh yang signifikan pada hubungan siklus perubahan kas terhadap profitabilitas. Jika dihubungkan dengan penjelasan Hipotesis 2, pasar lebih mengapresiasi secara langsung adanya perbaikan pengelolaan manajemen modal kerja yang dilakukan perusahaan sektor industri barang konsumsi daripada menilai kinerja dari sisi profitabilitas. Dengan adanya perbaikan kinerja dari sisi likuiditas dan pengelolaan modal kerja yang lebih baik, tingkat profitabilitas perusahaan tentu diharapkan bisa lebih meningkat lagi di masa yang akan datang. Jika profitabilitas meningkat, tentu nilai perusahaan juga akan semakin meningkat.

Kesimpulan

Berdasarkan pemaparan hasil dan pembahasan penelitian sebelumnya, diperoleh beberapa kesimpulan, yaitu: 1). Perusahaan yang sedang melakukan perbaikan pengelolaan modal kerja dengan cara efisiensi kemungkinan akan menemui kendala terkait dengan profitabilitasnya karena efeknya perbaikan tersebut masih belum terlihat pada peningkatan kemampuan menghasilkan laba. 2). Perusahaan yang melakukan perbaikan pengelolaan modal kerja agar lebih efisien akan mendapat respon yang positif dari pasar karena adanya upaya perusahaan untuk memperbaiki kinerja dari segi likuiditasnya. 3). Perusahaan yang dapat menghasilkan laba dan mengelola labanya dengan baik tentu mendapat respon yang positif dari pasar. 4). Selama awal perbaikan pengelolaan modal kerja agar menjadi efisien, pasar akan lebih memilih langsung menilai kinerja perusahaan dari segi likuiditasnya daripada profitabilitas. Tujuannya agar pasar dapat memastikan bahwa proses perbaikan pengelolaan modal kerja berjalan dengan baik. Jika perusahaan sudah menerapkan pengelolaan modal kerja yang baik, profitabilitas perusahaan diharapkan dapat meningkat yang tentunya juga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pengelolaan modal kerja secara efisien memang diperlukan untuk menjaga likuiditas perusahaan. Namun, ada kalanya perusahaan memilih untuk tidak menerapkan efisiensi pada pengelolaan modal kerja dalam kondisi tertentu. Terlalu efisien dalam pengelolaan modal kerja mungkin dapat membuat perusahaan kehilangan pelanggan, tetapi jika terlalu longgar perusahaan juga sulit untuk mendapatkan laba. Oleh karena itu, suatu tantangan bagi perusahaan untuk mengetahui waktu yang tepat untuk mengambil kebijakan terkait pengelolaan modal kerja.

BIBLIOGRAFI

- Abuzayed, Bana. (2012). Working capital management and firms' performance in emerging markets: the case of Jordan. *International Journal of Managerial Finance*. [Google Scholar](#)
- Brigham, E. F. dan Ehrhardt, M. C. (2011). *Financial Management: Theory and Practice* (13th edisi). South-Western Cengage Learning. USA. [Google Scholar](#)
- Chen, Carl R., & Steiner, Thomas L. (2000). Tobin'sq, managerial ownership, and analyst coverage: A nonlinear simultaneous equations model. *Journal of Economics and Business*, 52(4), 365–382. [Google Scholar](#)
- Chen, L. J., & Chen, S. Y. (2011). The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. *Investment Management and Financial Innovations*, (8, Iss. 3), 121–129. [Google Scholar](#)
- Damodaran, Aswath. (2011). *Applied Corporate Finance* (Third Edit). John Wiley & Sons, Inc. USA. [Google Scholar](#)
- De Almeida, Fernando Carvalho, Lesca, Humbert, & Canton, Adolpho W. P. (2016). Intrinsic motivation for knowledge sharing–competitive intelligence process in a telecom company. *Journal of Knowledge Management*. [Google Scholar](#)
- De Almeida, Juliano Ribeiro, & Eid Jr, William. (2014). Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. *Journal of Business Research*, 67(5), 924–934. [Google Scholar](#)
- Deloof, Marc. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573–588. [Google Scholar](#)
- Enqvist, Julius, Graham, Michael, & Nikkinen, Jussi. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32, 36–49. [Google Scholar](#)
- Fama, Eugene F., & French, Kenneth R. (2000). *Testing Trade-off and Pecking Order Theory Predictions about Dividend and Debt*. Working paper. [Google Scholar](#)
- Ghozali, Imam. (2009). *Ekonometrika: teori, konsep dan aplikasi dengan SPSS 17*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro, 50. [Google Scholar](#)
- Kroes, James R., & Manikas, Andrew S. (2014). Cash flow management and manufacturing firm financial performance: A longitudinal perspective. *International Journal of Production Economics*, 148, 37–50. [Google Scholar](#)

- Mohamad, Nor Edi Azhar Binti, & Saad, Noriza Binti Mohd. (2010). Working capital management: The effect of market valuation and profitability in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 5(11), 140. [Google Scholar](#)
- Preacher, K. J. (2010). *Calculation for The Sobel Test: An Interactive Calculation Tool for Mediation Test*. [Google Scholar](#)
- Solimun, M. S. (2002). Structural Equation Modelling (SEM) Lisrel dan Amos. *Malang: Fakultas MIPA Universitas Brawijaya*. [Google Scholar](#)
- Tauringana, Venancio, & Afrifa, Godfred Adjapong. (2013). The relative importance of working capital management and its components to SMEs' profitability. *Journal of Small Business and Enterprise Development*. [Google Scholar](#)
- Tsuruta, Daisuke. (2019). Working capital management during the global financial crisis: Evidence from Japan. *Japan and the World Economy*, 49, 206–219. [Google Scholar](#)
- Vernimmen, Pierre, Quiry, Pascal, & Le Fur, Yann. (2022). *Corporate finance: theory and practice*. John Wiley & Sons. [Google Scholar](#)
- Vural, Gamze, Sökmen, Ahmet Gökhan, & Çetenak, Emin Hüseyin. (2012). Affects of working capital management on firm's performance: Evidence from Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(4), 488–495. [Google Scholar](#)

Copyright holder:

Dita Roosemella Paramadina (2022)

First publication right:

Syntax Literate: Jurnal Ilmiah Indonesia

This article is licensed under:

