

HUBUNGAN *RECIPROCAL* MANAJEMEN MODAL KERJA DAN PERTUMBUHAN BERKELANJUTAN

DISERTASI
Program Doktor Ilmu Ekonomi

diajukan untuk memperoleh derajat Doktor
dalam Ilmu Ekonomi pada Program Pascasarjana
Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia Yogyakarta



Naning Margasari
NIM. 17931009

**PROGRAM PASCASARJANA EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
2024**

HUBUNGAN *RECIPROCAL* MANAJEMEN MODAL KERJA DAN PERTUMBUHAN BERKELANJUTAN

Disertasi

diajukan untuk memperoleh derajat Doktor
dalam Ilmu Ekonomi pada Program Pascasarjana
Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia Yogyakarta

Oleh:
Naning Margasari
NIM. 17931009

**PROGRAM STUDI ILMU EKONOMI
PROGRAM DOKTOR
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA YOGYAKARTA
2024**

HALAMAN PENGESAHAN



Yogyakarta, Agustus 2024

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

A handwritten signature in black ink, consisting of a horizontal line with a vertical line intersecting it from the right side.

(Prof. Dr. Hadri Kusuma, M.B.A.)

Ko Promotor I

A handwritten signature in blue ink, featuring a stylized 'Z' and 'A'.

(Prof. Dr. Zaenal Arifin, M.Si)

Ko Promotor II

A handwritten signature in black ink, appearing as a series of connected loops.

(Prof. Dr. Mamduh Mahmadah Hanafi, M.B.)

BERITA ACARA UJIAN DISERTASI

Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah menyelenggarakan Ujian Tertutup Disertasi dan Review Artikel, yang disusun oleh:

Nama Mahasiswa : **Naning Margasari**
Nomor Mahasiswa: 17931009
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Dengan Judul:
Hubungan Reciprocal Manajemen Modal Kerja Dan Pertumbuhan Berkelanjutan

Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji, maka disertasi tersebut dinyatakan **LULUS**

Promotor,



(Prof. Dr. Hadri Kusuma, M.B.A.)
Co Promotor I,



(Prof. Dr. Zaenal Arifin, M.Si)
Co Promotor II,

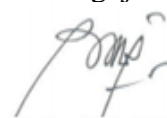


(Prof. Dr. Mamduh Mahmadah Hanafi, M.B.A.)

Penguji I



(Prof. Dr. Tri Gunarsih, M.M.)
Penguji II



(Prof. Dr. Sutrisno, M.M.)
Penguji III



(Abdul Moin, S.E., M.B.A., Ph.D.)

Mengetahui,
Ketua Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor



(Prof. Jaka Sriyana, S.E., M.Si., Ph.D.)

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN KARYA

Assalamu alaikum wr., wb.,

Yang bertanda tangan di bawah ini adalah, saya:

Nama : Naning Margasari
NIM : 17931009
Prodi : Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Judul Disertasi : Hubungan *Reciprocal* Manajemen Modal Kerja dan
Pertumbuhan Berkelanjutan.

Dengan ini menyatakan bahwa disertasi saya ini adalah benar-benar karya saya dan tidak terdapat unsur-unsur *plagiarism* hasil karya ilmiah yang telah dilakukan atau telah dibuat oleh orang lain ataupun peneliti sebelumnya; kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber pustaka dan daftar rujukan.

Bilamana dikemudian hari ternyata hasil penelitian ini terbukti terdapat unsur-unsur *plagiarism* dan ada klaim dari pihak lain, maka saya bersedia untuk diproses sesuai peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya dan tanpa paksaan dari siapa pun dan dari manapun.

.Wassalamu alaikum wr. Wr.,

Yogyakarta, 16 Agustus 2024

Yang menyatakan.



Naning Margasari

MOTTO

Jangan takut ketika kamu berjalan lambat, takutlah ketika kamu hanya berdiri diam di tempat. (Penulis, 2024)

Kesempatan tidak muncul secara kebetulan. Kita yang harus menciptakannya. Demikian juga kebahagiaan ciptakanlah sendiri kebahagiaan itu untukmu. (Penulis, 2024)

A true hero isn't measured by the size of his strength, but by the strength of his heart." (Hercules)

Jalan yang lurus itu adalah jalannya orang-orang yang telah diberi nikmat Allah, bukan jalannya orang-orang sesat. (Surat Al Fatihah, ayat 6 & 7)

HALAMAN PERSEMBAHAN

Assalamu alaikum wr. wb.,

Dengan mengucapkan syukur kehadiran Allah Tuhan Yang Maha Esa, karya ini penulis persembahkan untuk:

1. Allah SWT, yang telah memberikan kelancaran dan kemudahan di setiap proses penyelesaian karya disertasi ini.
2. Universitas Negeri Yogyakarta yang telah membantu dukungan material dan imaterial untuk kelancaran studi saya sehingga disertasi ini terselesaikan.
3. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, UNY yang telah memberi dukungan yang baik sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi.
4. Kedua orang tua saya tercinta, alm Ibu Murjilah/Ny. Darto Utomo dan alm Bapak Katri/Jarwo Utomo yang dengan kasih sayangnya yang diberikan selama ini menjadi penyemangat penulis untuk selalu belajar dan belajar.
5. Suami dan Anaku Oswaldo yang telah memberi semangat dalam menyelesaikan disertasi.
6. Teman-teman kolega saya di Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, UNY yang selalu *mensupport* dan mendukung studi saya sehingga disertasi ini selesai.
7. Kakak-kakaku: Kang Jumaini, Kang Suripno, dan Mbak Suratini yang selalu sayang dan memberi semangat selama menyelesaikan disertasi.
8. Ponakan-ponakan saya Tutik, Nana, Pebri, Tari, Sofi dan Rani, terima kasih doanya.
9. Teman-teman Guyub88: Handa, Dwi, Tutiek, Muazaroh, Poni, Asih, dan Prita menjadi semangat dan motivasi penulis.
10. Teman-teman SMA 6 Romana dan teman-teman SMP Suprihatin, Erna W, Supartini, terima kasih telah memberi semangat dan doa yang tulus.

KATA PENGANTAR

Assalamu 'alaikum wr. wb;

Puji syukur kehadirat Allah SW atas segala nikmat dan karunia-Nya yang diberikan terutama nikmat sehat sehingga penyusunan disertasi yang berjudul “Hubungan *Reciprocal* Manajemen Modal Kerja dan Pertumbuhan Berkelanjutan” ini dapat penulis selesaikan. Sejak awal hingga akhir penyusunan disertasi ini, tentu saja banyak kendala yang harus penulis hadapi, namun berkat usaha yang keras di bawah bimbingan para promotor yang sangat sabar dan mencerahkan, maka semua kendala tersebut dapat penulis lalui dengan baik.

Penyelesaian disertasi ini penuh liku dan keterbatasan, tidak terlepas dari bantuan dan dukungan dari berbagai pihak. Untuk itu pada kesempatan ini, penulis menyampaikan penghargaan dan terima kasih yang tak terhingga kepada:

1. Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA sebagai promotor dalam penyusunan disertasi ini yang dengan sangat tulus memotivasi dan memberikan bimbingan secara terus menerus serta arahan yang tak ternilai sehingga disertasi ini dapat terselesaikan.
2. Prof. Dr. Zaenal Arifin M.Si. sebagai Co-Promotor 1 yang dengan arif dan penuh kesabaran hati memotivasi penulis dan mengarahkan untuk menyelesaikan disertasi ini.
3. Prof. Dr. Mamduh M. Hanafi, MBA. sebagai Co-Promotor 2 yang dengan sabar dan penuh dorongan bagi penulis untuk menyelesaikan disertasi ini.
4. Teman-teman mahasiswa Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor Fakultas Bisnis Dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia Yogyakarta khususnya Angkatan ke 26 yang selalu memberikan dorongan dan semangat pada Penulis untuk menyelesaikan disertasi ini.
5. Keluarga Besar Penulis (Keluarga Darto Utomo) yang telah mendoakan dan mendukung segala sesuatunya demi meraih jenjang akademik tertinggi penulis.
6. Anakku Oswaldo yang juga menjadi motivator penyelesaian disertasi dan yang telah merelakan banyak waktu kebersamaannya.
7. Semua pihak baik langsung maupun tidak langsung yang telah berkontribusi kepada penulis selama menyelesaikan studi ini.

Semoga semua dukungan dan doa dari Bapak/Ibu/Saudara sekalian dicatat sebagai amal kebaikan serta dibalas dengan pahala yang berlipat ganda dari Allah SWT. Penulis menyadari bahwa disertasi ini masih banyak kekurangan, sehingga masukan dan sarannya sangat diharapkan.

Wassalamu 'alaikum wr. wb;

Yogyakarta, Agustus 2024

Naning Margasari
NIM. 17931009

Abstrak

Akhir-akhir ini lingkungan bisnis semakin dinamis dan tidak pasti. Pada perubahan lingkungan yang dinamis, penting bagi perusahaan mempunyai pertumbuhan yang berkelanjutan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis hubungan resiprokal manajemen modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan serta peran mediasi profitabilitas.

Penelitian dilakukan dengan menggunakan data laporan keuangan perusahaan non keuangan yang terdaftar dalam indeks LQ45 di pasar modal Indonesia. Sampel diambil menggunakan data historis tahun 2014-2022. Alasan sampel tahun 2014-2022 dengan mempertimbangkan kondisi ketidakpastian pandemi covid-19. Analisis menggunakan analisis regresi data panel karena menggunakan gabungan data *times series* dan *crosssection*. Metode analisis adalah metode two stage least square karena terdapat dua persamaan simultan yang menunjukkan hubungan resiprokal antara manajemen modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan.

Hasil penelitian menemukan bahwa terdapat hubungan resiprokal antara besaran modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan, tetapi arah hubungan berkebalikan dengan hipotesis. Pada sisi lain, tidak terdapat hubungan resiprokal antara kinerja modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan. Profitabilitas tidak memediasi pengaruh antara besaran modal kerja dan kinerja modal kerja terhadap pertumbuhan yang berkelanjutan.

Kata-Kata Kunci: manajemen modal kerja, pertumbuhan berkelanjutan, profitabilitas, resiprokal

Abstract

Recently, the business environment has become increasingly dynamic and uncertain. In a dynamic changing environment, it is important for companies to have sustainable growth. This research aimed to examine and analyzed the reciprocal relationship between working capital management and sustainable growth as well as the mediating role of profitability.

The research was conducted using financial report data from non-financial companies listed in the LQ45 index on the Indonesian capital market. Samples were taken using historical data for 2014-2022. Reasons for the 2014-2022 sample by considering the uncertain conditions of the Covid-19 pandemic. The analysis used panel data regression analysis because it used a combination of times series and cross section data. The analysis method was a two stage least square method because there were two simultaneous equations which showed a reciprocal relationship between working capital management and sustainable growth.

The research results found that there was a reciprocal relationship between working capital amount and sustainable growth, but the direction of the relationship was the opposite of the hypothesis. On the other hand, there was no reciprocal relationship between the performance of working capital and sustainable growth. Profitability did not mediate the influence between the number of working capital and working capital performance on sustainable growth.

Keywords: *working capital management, sustainable growth, profitability, reciprocity*

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	II
HALAMAN PENGESAHAN.....	III
BERITA ACARA UJIAN DISERTASI	IV
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN KARYA	V
MOTTO	VI
HALAMAN PERSEMBAHAN	VII
ABSTRAK.....	IX
ABSTRACT.....	X
DAFTAR ISI.....	XI
DAFTAR TABEL.....	XIII
DAFTAR GAMBAR	XIV
DAFTAR LAMPIRAN.....	XV
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1. Latar Belakang	1
2. Rumusan Masalah Penelitian.....	13
3. Tujuan Penelitian	15
4. Kontribusi Penelitian.....	16
BAB II KAJIAN PUSTAKA.....	18
1. Pertumbuhan Berkelanjutan.....	18
1.1 Konsep Pertumbuhan Berkelanjutan.....	18
1.2 Pengukuran Pertumbuhan Berkelanjutan.....	23
1.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pertumbuhan Berkelanjutan	26
2. Manajemen Modal Kerja	31
2.1 Pengertian Modal Kerja	31
2.2 Strategi Pendanaan Modal Kerja	33
2.3 Kinerja Manajemen Modal Kerja	36
2.4 Faktor yang Mempengaruhi Manajemen Modal Kerja.....	38
3. Pengaruh Manajemen Modal Kerja terhadap Kinerja Perusahaan	43
3.1 Dampak Besaran modal kerja Terhadap Profitabilitas	43
3.2 Dampak Kinerja Modal kerja Terhadap Profitabilitas.....	44
3.3 Dampak Besaran modal kerja Terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan ...	45
3.4 Dampak Kinerja Modal kerja Terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan....	46
4. Pengembangan Hipotesis	46
4.1 Pengaruh Besaran modal kerja terhadap Profitabilitas	46
4.2 Pengaruh Besaran modal kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan ...	48
4.3 Profitabilitas memediasi pengaruh Pengaruh Besaran modal kerja terhadap.....	49
5.2.1 Pertumbuhan Berkelanjutan.....	49
4.4 Pengaruh Pertumbuhan Berkelanjutan terhadap Besaran modal kerja ...	50
4.5 Pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Profitabilitas.....	51
4.6 Pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan...	53
4.7 Profitabilitas memediasi pengaruh Pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan	54

4.8	Pengaruh Pertumbuhan Berkelanjutan terhadap Kinerja Modal Kerja...	55
5.	Model Konseptual	57
BAB III METODE PENELITIAN.....		59
1.	Populasi dan Sampel	59
2.	Data dan Sumber Data	61
3.	Definisi Operasional Variabel Penelitian.....	62
3.1.	Pertumbuhan Berkelanjutan.....	62
3.2.	Profitabilitas	63
3.3.	Besaran modal kerja.....	64
3.4.	Kinerja Modal Kerja	64
3.5.	Variabel Kontrol	65
4.	Pengujian Hipotesis	66
4.1	Uji Prasyarat Analisis	66
4.2	Pengujian Hipotesis berbasis Besaran modal kerja	69
4.3	Pengujian Hipotesis berbasis Kinerja MK.....	71
4.4	Pengujian Persamaan Resiprokral.....	73
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN		74
1.	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	74
2.	Uji Prasyarat Analisis	77
3.	Hasil Uji Hipotesis.....	82
4.	Pembahasan.....	85
4.1	Pengaruh Besaran Modal Kerja terhadap Profitabilitas.....	85
4.2	Pengaruh Besaran Modal Kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan..	87
4.3	Peran Profitabilitas dalam Memediasi Pengaruh Besaran Modal Kerja Terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan.....	90
4.4	Pengaruh Pertumbuhan Berkelanjutan terhadap Besaran Modal Kerja..	91
4.5	Pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Profitabilitas.....	92
4.6	Pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan....	94
4.7	Peran Profitabilitas dalam Memediasi Pengaruh Kinerja Modal Kerja Terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan.....	95
4.8	Pengaruh Pertumbuhan Berkelanjutan terhadap Kinerja Modal Kerja...	96
BAB V PENUTUP.....		98
1.	Kesimpulan	98
2.	Implikasi Penelitian	101
3.	Keterbatasan dan Saran Untuk Penelitian Selanjutnya.....	104
DAFTAR PUSTAKA		106
LAMPIRAN.....		116

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Pengukuran Pertumbuhan Berkelanjutan.....	25
Tabel 2.2 Studi Empiris Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pertumbuhan Berkelanjutan.....	29
Tabel 2.3 Pengukuran Besaran dan Kinerja Manajemen Modal Kerja	37
Tabel 3.1 Proses Seleksi Sampel.....	59
Tabel 3.2 Sampel Perusahaan Berdasarkan Sektor Industri.....	60
Tabel 3.3 Sampel Perusahaan Berdasarkan Umur Perusahaan.....	60
Tabel 3.4 Rangkuman Hipotesis Berbasis Besaran modal kerja.....	70
Tabel 3.5 Rangkuman Hipotesis Berbasis Kinerja Modal Kerja	72
Tabel 4.1 Rangkuman Variabel Penelitian selama Tahun 2014-2022.....	74
Tabel 4.2 Rangkuman Uji Stasioneritas Data.....	77
Tabel 4.3 Hubungan Antar Variabel	78
Tabel 4.4 Perbandingan Model <i>Common Effect</i> , <i>Fixed Effect</i> dan <i>Random Effect</i> ..	78

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Model Konseptual	58
Gambar 3.1 Pengujian Hipotesis berbasis Besaran modal kerja.....	65
Gambar 3.2 Pengujian Hipotesis berbasis Kinerja modal kerja.....	67

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Perusahaan Sampel Penelitian	116
Lampiran 2. Contoh Data Ringkasan Laporan Kinerja Perusahaan LQ45 Bursa Efek Indonesia	116
Lampiran 3. Data Penelitian.....	116
Lampiran 4. Data dan Olah Data Deskriptif	116
Lampiran 5. Uji Prasyarat Analisis	116
Lampiran 6. Perbandingan <i>Common Effect Model (CEM)</i> , <i>Random Effect Model (REM)</i> dan <i>Fixed Effect Model (FEM)</i>	116
Lampiran 7. Hasil Uji Hipotesis	116

BAB I

PENDAHULUAN

1. Latar Belakang

Modal kerja merupakan jumlah aktiva lancar yang diperlukan untuk menjaga agar bisnis tetap berjalan (Kayani *et al.*, 2019). Manajemen modal kerja atau dikenal dengan *Working Capital Management* (WCM) merupakan komponen penting dari keuangan perusahaan yang berhubungan dengan manajemen keputusan investasi dan pendanaan jangka pendek. Manajemen modal kerja yang tepat akan mendukung upaya untuk memanfaatkan peluang sekaligus menjaga kesehatan keuangan perusahaan. Manajemen modal kerja merupakan aktivitas untuk mengelola siklus konversi kas, persediaan, piutang, hutang dagang dan hutang jangka pendek secara optimal. Kemampuan manajer dalam menangani manajemen modal kerja dan komponennya secara optimal akan mendukung upaya untuk mewujudkan pendapatan secara optimal serta dengan biaya yang efisien (Prasad *et al.*, 2019). Manajemen modal kerja terkait besaran modal kerja dan kinerja modal kerja.

Besaran modal kerja (WCR) (Wang & Akbar, 2020) yaitu tinggi rendahnya proporsi aktiva lancar dibanding total aktiva. Besaran modal kerja yaitu perbandingan aktiva lancar terhadap total aktiva. Semakin besar proporsi modal kerja yaitu semakin besar aktiva lancar menjamin ketersediaan dana untuk operasional perusahaan sehari-hari, tetapi menurunkan peluang investasi dalam aktiva tetap untuk menangkap

peluang pasar. Besaran modal kerja juga dapat berpengaruh terhadap profitabilitas. Semakin kecil *working capital* (WCR) yaitu proporsi aktiva lancar terhadap total aset menunjukkan semakin tingginya proporsi aktiva tidak lancar, seperti dalam bentuk investasi peralatan, mesin produksi, bangunan pabrik yang dapat digunakan untuk meningkatkan pendapatan dan profitabilitas (Wang & Akbar, 2020; Nwude *et al.*, 2021). Semakin kecil modal kerja menunjukkan modal kerja yang agresif untuk investasi yang berpeluang meningkatkan pendapatan dan profitabilitas tetapi mempunyai risiko likuiditas (Banerjee *et al.*, 2021; Fernández-López *et al.*, 2020; Meah *et al.*, 2021; Tarkom, 2020; Wassie, 2021).

Kinerja modal kerja menunjukkan kemampuan keberadaan modal kerja dalam meningkatkan kinerja perusahaan seperti penjualan dan keuntungan. Kinerja modal kerja merupakan tingkat efisiensi modal kerja seperti diukur dari: siklus konversi kas (*cash conversion cycle*), periode persediaan, pembayaran piutang, periode pembayaran hutang dagang/usaha serta *working capital turnover ratio*. Manajemen modal kerja yang efisien dapat dilihat dari semakin rendahnya sumberdaya modal kerja untuk menghasilkan penjualan atau dikenal dengan *working capital turnover ratio*. Kinerja modal kerja yang efisien juga dapat berpengaruh terhadap profitabilitas. Perputaran kas yang lebih pendek menunjukkan pengelolaan kas yang efisien, sehingga akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Banerjee *et al.*, 2021; Fernández-López *et al.*, 2020; Meah *et al.*, 2021; Tarkom, 2020; Wassie, 2021). Semakin pendek periode

persediaan menunjukkan pengelolaan persediaan yang efisien, sehingga hal ini akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Coleman *et al.*, 2020; Fernández-López *et al.*, 2020; Meah *et al.*, 2021; Nwude *et al.*, 2021; Rey-Ares *et al.*, 2021). Pembayaran piutang yang lebih pendek akan menyebabkan tidak banyak modal kerja yang menganggur, sehingga dapat dimanfaatkan untuk kegiatan produktif, sehingga pembayaran piutang yang lebih pendek akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Nwude *et al.*, 2021; Wassie, 2021). Semakin lama periode pembayaran hutang dagang/usaha akan menyebabkan modal kerja dapat dimanfaatkan untuk kegiatan produktif yang lain, sehingga pembayaran hutang usaha yang lebih lama akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Akbar *et al.*, 2021). Meskipun demikian, beberapa studi lain (Franzoi, 2021; Sah *et al.*, 2021) menemukan bahwa siklus konversi kas yang lebih panjang, piutang dan persediaan lebih panjang serta hutang usaha yang lebih pendek bermanfaat untuk menjaga hubungan dengan pemasok dan pelanggan baik bisnis lain atau konsumen akhir. Periode persediaan yang lebih panjang juga akan menjamin ketersediaan produk barang bagi pelanggan dan risiko kelangkaan bahan baku dari pemasok.

Selain berpengaruh terhadap profitabilitas, besaran dan kinerja modal kerja yang efisien juga dapat berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan (*sustainable growth*). Manajemen modal kerja merupakan manajemen aktiva jangka pendek yang sering dihubungkan dengan keuntungan (profitabilitas) jangka pendek seperti: ROA, ROE (Altaf &

Ahmad, 2019; Morshed, 2020; Pestonji & Wichitsathian, 2019) namun terbatas literatur pengaruhnya terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Manajemen modal kerja yang efisien seperti dalam siklus konversi kas, periode persediaan, periode pembayaran piutang yang lebih pendek, periode pembayaran hutang dagang/usaha serta *working capital turnover ratio* juga merupakan sumber keunggulan kompetitif perusahaan dalam jangka panjang serta mendukung *corporate survival and growth* (Nwankwo & Osho, 2014). Manajemen modal kerja untuk aktivitas investasi (*aggressive investment decision*) selain berdampak pada profitabilitas juga dapat berdampak pada pertumbuhan yang berkelanjutan (*sustainable growth*) (Kinasih *et al.*, 2020; Nastiti *et al.*, 2019). Pada sisi lain, perusahaan dengan modal kerja rendah secara umum menunjukkan agresif dalam investasi untuk peralatan dan bangunan fisik (proporsi aktiva tidak lancar lebih besar) untuk menangkap peluang pertumbuhan, sehingga secara tidak langsung akan berdampak pada pertumbuhan yang berkelanjutan.

Beberapa studi empiris menemukan pengaruh modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan (Kinasih *et al.*, 2020; Muljono, 2023; Nastiti *et al.*, 2019; Phassawan, 2023; Saleem *et al.*, 2023). Sebuah studi (Kinasih *et al.*, 2020) melalui regresi data panel terhadap 165 perusahaan manufaktur yang *listed* di *Indonesian Stock Exchange* tahun 2010-2017 menemukan manajemen modal kerja berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan melalui *asset utilization*. Studi lain (Nastiti *et al.*, 2019) pada 136

perusahaan manufaktur yang *listed* di Pasar modal Indonesia tahun 2010 - 2017. Studi lain (Muljono, 2023) pada 156 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2018 -2022 juga menemukan pengaruh manajemen modal kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan melalui profitabilitas. Hasil penelitian menemukan bahwa manajemen modal kerja berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan melalui profitabilitas.

Istilah pertumbuhan berkelanjutan muncul pada tahun 1970-an dalam bidang bisnis (Babcock, 1970). Pertumbuhan berkelanjutan lebih ditujukan pada konsep pertumbuhan yang berkesinambungan (Raby *et al.*, 2022). Pertumbuhan dalam organisasi bisnis seperti pertumbuhan dalam organisme hidup yaitu lahir, tumbuh, berkembang dan selanjutnya mengalami penurunan baik dalam siklus hidup produk maupun organisasi. Perusahaan untuk tumbuh berkelanjutan perlu mempunyai kemampuan mempertahankan, bertahan (dalam bahasa latin *sustinere* . “*To sustain*” [bertahan]). Berkelanjutan adalah daya tahan suatu sistem dan proses.

Akhir-akhir ini lingkungan organisasi semakin dinamis. Pada lingkungan yang dinamis, penting bagi perusahaan mempunyai fleksibilitas keuangan untuk mendukung pertumbuhan berkelanjutan. Pertumbuhan berkelanjutan penting karena lingkungan bisnis akhir-akhir ini dan di masa depan juga semakin dinamis dan tidak pasti (Frank *et al.*, 2017; D. yuan Li & Liu, 2014; Petrus, 2019; Temouri *et al.*, 2020). Perusahaan perlu mempunyai fleksibilitas keuangan dalam menangkap peluang dan mengelola risiko di tengah ketidakpastian. Sumber

fleksibilitas perusahaan diantaranya dapat berasal dari manajemen modal kerja (Bancel & Mittoo, 2011). Manajemen modal kerja mempunyai peran penting untuk untuk memenuhi biaya operasional, pembiayaan dan investasi baik dalam kondisi tekanan ekonomi dan peluang pertumbuhan. Peluang pertumbuhan di masa depan sering merupakan aset tak berwujud dan tidak pasti. Pada kondisi ketidakpastian baik karena peluang pertumbuhan maupun tekanan keuangan, akses keuangan dari pihak eksternal sulit diperoleh karena ketidakpastian. Penelitian ini fokus pada hubungan manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan.

Literatur sebelumnya belum konsisten dalam menjelaskan hubungan manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan, yaitu: (1) apakah manajemen modal kerja berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan atau berpengaruh tidak langsung melalui profitabilitas, (2) apakah manajemen modal kerja berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan atau justru pertumbuhan berkelanjutan berpengaruh terhadap manajemen modal kerja.

Pertumbuhan berkelanjutan merupakan tantangan banyak perusahaan di tengah perubahan lingkungan yang semakin dinamis. Banyak perusahaan di seluruh dunia berumur panjang sampai 50 tahun bahkan diatas 100 tahun sampai beberapa generasi. Pada sisi lain banyak perusahaan besar tidak berkelanjutan meskipun mengalami pertumbuhan signifikan pada awal perkembangannya. Hasil riset Arie de Geus, penulis buku *The Living Company* (1997) menemukan fakta bahwa harapan hidup

rata-rata (*average life expectancy*) perusahaan multinasional yang masuk daftar Fortune 500 hanya berkisar 40-50 tahun. Fakta lainnya, sekitar sepertiga dari perusahaan yang masuk daftar Fortune 500 pada tahun 1970 tidak lagi berkelanjutan pada tahun 1983, baik karena diakuisisi, merger, maupun mengalami kebangkrutan. Perusahaan yang dapat menembus usia 50 tahun, bahkan 100 tahun hingga 200 tahun, kinerjanya tidak diragukan lagi.

Survei Deloitte Indonesia (2019) menemukan hanya 30 persen bisnis di Indonesia yang bertahan hingga generasi kedua, 13 persen hingga generasi ketiga, dan 3 persen setelah tiga generasi. Data Riset SWA (2021) terhadap sejumlah perusahaan dan merek yang usianya lebih dari 100 tahun. Untuk perusahaan swasta ada PT Pura Barutama (didirikan Ong Djing Tjong pada 1908), PT Aneka Gas Industri Tbk (1916), PT Tiga Raksa Satria Tbk (1919), dan PT Grand Kartech Tbk (1921). Sementara merek yang telah berusia 100 tahun, di antaranya Kopi Warung Tinggi, Kecap Benteng Teng Giok Seng, Kecap Cap Orang Jual Sate, Jamu Iboe, Minyak Gosok Cap Tawon, Dji Sam Soe, Soda Cap Badak, dan Peci M. Iming. BUMN yang masuk dalam kelompok usia 100 tahun antara lain PT Pindad (Persero) dan PT Kimia Farma (Persero) Tbk. Di samping itu, perusahaan pelat merah di barisan centinreal merupakan pemain utama di industri masing-masing, misalnya PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk, PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk, PT Bank Tabungan Negara

(Persero), PT Kereta Api Indonesia (Persero), PT Bio Farma (Persero) Tbk, dan PT Pegadaian (Persero) Tbk.

Pada sisi lain banyak perusahaan di dunia seperti Lehman Brothers, Worldcom, General Motors, Nokia yang walaupun sudah bergelar *unicorn* terpaksa tidak berumur panjang atau tidak berkelanjutan meskipun memiliki nilai perusahaan yang tinggi serta didukung pendanaan besar oleh para investor terkemuka di dunia. Di Indonesia, sederet perusahaan besar yang bangkrut di Indonesia tidak berumur panjang, seperti: Sariwangi Agricultural Estate Agency (PT SAEA), Nyonya Meneer, Modern Internasional Tbk (MDRN) dan Kodak. Pada masa kejayaannya, beberapa perusahaan ini mampu merajai pasar Indonesia. Akan tetapi seiring berjalannya waktu, perusahaan-perusahaan tersebut tiba-tiba mengalami kebangkrutan yang tak pernah terduga. Beberapa alasan tidak berumur panjang karena hutang perusahaan yang terlalu besar, kesulitan operasional (masalah modal kerja) (Nyonya Meneer, Modern Internasional) serta lambat berinovasi serta tidak mampu bertahan di tengah dinamika lingkungan (Sariwangi, Kodak). Perusahaan-perusahaan tersebut terpaksa harus menjual semua aset perusahaan.

Konsep berkelanjutan tidak hanya terkait lingkungan, sosial (tanggungjawab sosial), namun juga berkelanjutan bisnis (Bansal & DesJardine, 2014). Konsep berkelanjutan terkait manajemen strategi untuk menjaga ekuitas jangka panjang. Strategi berkelanjutan bisnis di tengah dinamika lingkungan diantaranya dapat dilihat pada perusahaan

keluarga Unilever (<https://newint.org/features/1980/03/01/unilever>). Pada tanggal 26 November 2010, Unilever mengumumkan rencana untuk merilis pendapatannya setiap semester, bukan kuartalan (Bansal & DesJardine, 2014). Setelah pengumuman tersebut, harga saham perusahaan mengalami penurunan. Namun demikian, dua tahun kemudian harga sahamnya 35% lebih tinggi dibandingkan harga saham sebelum pengumuman. Manajemen Unilever melalui *Sustainable Living Plan*, ingin kebebasan untuk melakukan investasi yang tidak selalu memberikan pengembalian jangka pendek, tetapi mewujudkan manfaat pengembalian dalam jangka panjang. Paul Polman, *Chief Executive Officer* (CEO) Unilever percaya bahwa berkelanjutan bukan sebagai tindakan kebaikan, tetapi sebagai penciptaan nilai bisnis dalam jangka panjang.

Kesenjangan pertama literatur empiris masih belum konsisten dalam menjelaskan faktor-faktor yang memediasi pengaruh manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan yaitu apakah manajemen modal kerja berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan atau berpengaruh tidak langsung melalui profitabilitas atau melalui pemanfaatan aset (*asset utilization*). Studi sebelumnya (Kinasih *et al.*, 2020; Muljono, 2023; Nastiti *et al.*, 2019; Phassawan, 2023; Saleem *et al.*, 2023) menemukan hubungan tidak langsung antara manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Kinasih *et al.* (2020) menemukan bahwa manajemen modal kerja berpengaruh tidak langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan melalui pemanfaatan aset (*asset*

utilization). Manajemen modal kerja dapat berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan karena manajemen modal kerja yang efisien merupakan sumber keunggulan kompetitif perusahaan dalam jangka panjang serta mendukung *corporate survival and growth* (Nwankwo & Osho, 2014). Manajemen modal kerja yang efisien (*asset utilization = sales/total assets*) yaitu kemampuan manajemen untuk memanfaatkan aset dalam menghasilkan penjualan.

Sementara, Nastiti *et al.* (2019) menemukan bahwa manajemen modal kerja berpengaruh tidak langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan melalui profitabilitas. Melalui uji *sobel test*, studi Nastiti *et al.* (2019) menemukan profitabilitas memediasi hubungan antara manajemen modal kerja dan pertumbuhan yang berkelanjutan. Manajemen modal kerja yang efisien yaitu kemampuan manajemen untuk memanfaatkan modal kerja untuk menghasilkan profitabilitas merupakan sumber keunggulan kompetitif perusahaan dalam jangka panjang serta mendukung pertumbuhan berkelanjutan. Studi lain pada industri kimia dan manufaktur Pakistan (Saleem *et al.*, 2023) perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Thailand (Phassawan, 2023) juga menemukan pengaruh manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan modal berkelanjutan melalui profitabilitas.

Kesenjangan kedua, literatur empiris masih belum konsisten dalam menjelaskan apakah manajemen modal kerja berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan atau justru pertumbuhan berkelanjutan yang

berpengaruh terhadap manajemen modal kerja. Beberapa studi menemukan (Kinasih *et al.*, 2020; Nastiti *et al.*, 2019) pengaruh antara manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Namun demikian, studi lain (Barros *et al.*, 2022; Moin, 2023) menemukan hasil sebaliknya yaitu pengaruh pertumbuhan berkelanjutan terhadap manajemen modal kerja yang diukur dari *working capital ratio* dan *cash conversion cycle*. Studi (Barros *et al.*, 2022) dilakukan pada 1.394 perusahaan publik AS pada periode 2002-2020 menemukan perusahaan dengan skor pertumbuhan berkelanjutan yang lebih tinggi beroperasi dengan modal kerja yang lebih rendah dan siklus konversi kas yang lebih pendek. Studi lainnya (Moin, 2023) pada 418 perusahaan yang *listed* di Nasdaq Stockholm Swedia tahun 2010-2020 juga menemukan pengaruh praktik berkelanjutan terhadap manajemen modal kerja. Perusahaan yang berkinerja lebih baik dalam skor berkelanjutan memiliki kebutuhan uang tunai yang lebih rendah dibandingkan rata-rata industri. Menurut Barros, pertumbuhan berkelanjutan banyak diteliti pengaruhnya terhadap keputusan investasi, keputusan keuangan, tingkat biaya modal, kebijakan dividen, kinerja operasi dan pasar yang lebih baik, tetapi masih sedikit studi empiris yang membahas pengaruh pertumbuhan berkelanjutan terhadap manajemen modal kerja (WCRM) perusahaan.

Pertumbuhan berkelanjutan dapat berpengaruh terhadap manajemen modal kerja karena perusahaan dengan pertumbuhan berkelanjutan akan memiliki banyak nilai perusahaan terkait dengan masa

depan. Perusahaan dengan pertumbuhan berkelanjutan akan diiringi dengan kesempatan untuk menginvestasikan pada proyek-proyek untuk keuntungan di masa depan, meningkatkan arus kas untuk kegiatan teknis, penelitian dan perkembangan, berbasis pengetahuan, dan inovasi dalam mengatasi persaingan serta mempertahankan keunggulan kompetitif di masa depan. Pertumbuhan berkelanjutan yang ditandai diantaranya oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan penjualan dari total asetnya (*asset turn over*) adalah tinggi, tingginya profit, membuat siklus konversi kas yang lebih pendek, beroperasi dengan modal kerja yang lebih rendah karena untuk investasi, persediaan yang efisien. Hal ini membuat pertumbuhan berkelanjutan juga dapat berpengaruh terhadap manajemen modal kerja (Barros *et al.*, 2022; Moin, 2023).

Berdasarkan uraian diatas maka dapat disimpulkan bahwa hubungan antara manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan bukan hubungan kausal (sebab-akibat) tetapi resiprokal. Ciri hubungan resiprokal yaitu hubungan yang tidak mungkin segera dapat menggolongkan mana variabel yang independent (sebab) dan mana yang dependent (akibat). Hubungan resiprokal adalah merupakan hubungan antar dua variabel yang saling timbal balik, maksudnya adalah satu variabel dapat menjadi sebab dan akibat terhadap variabel lainnya, dan sebaliknya. Hubungan resiprokal antara manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan masih menjadi kesenjangan penelitian dan motivasi penelitian ini.

Kebaruan penelitian ini adalah menguji hubungan resiprokal (timbang balik) antara manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan. Dibandingkan dengan penelitian Nastiti *et al.* (2019), penelitian ini tidak hanya menguji profitabilitas dalam memediasi pengaruh manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan, tetapi juga menguji hubungan resiprokal (timbang balik) antara manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan. Dibandingkan dengan penelitian Barros *et al.* (2022) dan Moin (2023), penelitian ini tidak hanya menguji hubungan resiprokal (timbang balik) antara manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan tetapi juga menguji peran profitabilitas dalam memediasi pengaruh manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Dibandingkan dengan penelitian Kinasih *et al.* (2020), penelitian ini menguji peran profitabilitas dalam memediasi pengaruh manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan serta menguji hubungan resiprokal (timbang balik) antara manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan.

2. Rumusan Masalah Penelitian

Berdasarkan uraian latar belakang masalah dapat dirumuskan masalah bahwa pertumbuhan berkelanjutan merupakan tantangan perusahaan pada saat ini dan di masa depan. Banyak perusahaan skala kecil maupun besar berumur panjang sampai 50 bahkan diatas 100 tahun dalam beberapa generasi. Pada sisi lain, banyak perusahaan tumbuh pesat dalam beberapa tahun, namun tidak berkelanjutan. Sumber pertumbuhan

berkelanjutan diantaranya bersumber dari manajemen modal kerja. Selanjutnya, studi ini menguji pengaruh manajemen modal kerja terhadap SG. Pengujian pengaruh manajemen modal kerja terhadap SG diperlukan karena pengelolaan modal kerja yang efisien merupakan salah satu sumber potensial untuk pertumbuhan berkelanjutan. Namun demikian, literatur peran manajemen modal kerja dalam mendukung pertumbuhan berkelanjutan masih terbatas, termasuk faktor-faktor yang memediannya.

Permasalahan kedua yaitu hubungan reflektif atau resiprokal antara manajemen modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan masih menjadi kesenjangan literatur. Literatur empiris yang menjelaskan pengaruh manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan sudah tersedia (Kinasih *et al.*, 2020; Nastiti *et al.*, 2019). Demikian juga literatur empiris yang menjelaskan pengaruh pertumbuhan berkelanjutan terhadap manajemen modal kerja juga sudah tersedia (Barros *et al.*, 2022; Moin, 2023). Namun demikian, belum tersedia bukti empiris hubungan resiprokal (timbang balik) antara manajemen modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan. Manajemen modal kerja dapat berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan, sementara pertumbuhan berkelanjutan juga dapat mempengaruhi pertumbuhan berkelanjutan.

Permasalahan tersebut dapat dirumuskan dalam pertanyaan dalam penelitian sebagai berikut:

1. Apakah besaran modal kerja berpengaruh terhadap profitabilitas?

2. Apakah besaran modal kerja berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan?
3. Apakah profitabilitas memediasi pengaruh besaran modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan?
4. Apakah pertumbuhan berkelanjutan berpengaruh terhadap besaran modal kerja?
5. Apakah kinerja modal kerja berpengaruh terhadap profitabilitas?
6. Apakah kinerja modal kerja berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan?
7. Apakah profitabilitas memediasi pengaruh kinerja modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan?
8. Apakah pertumbuhan berkelanjutan berpengaruh terhadap kinerja modal kerja?

3. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk:

- a. Menguji pengaruh besaran modal kerja terhadap profitabilitas.
- b. Menguji pengaruh besaran modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan.
- c. Menguji peran profitabilitas dalam memediasi pengaruh besaran modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan.
- d. Menguji pengaruh pertumbuhan berkelanjutan terhadap besaran modal kerja.

- e. Menguji pengaruh kinerja modal kerja berpengaruh terhadap profitabilitas.
- f. Menguji pengaruh kinerja modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan.
- g. Menguji peran profitabilitas dalam memediasi pengaruh kinerja modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan.
- h. Menguji pengaruh pertumbuhan berkelanjutan terhadap kinerja modal kerja.

4. Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoritis dan praktis. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoritis terkait dengan menguji secara empiris hubungan resiprokal antara manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan. Penelitian ini memenuhi kesenjangan dan kebutuhan literatur empiris tentang hubungan resiprokal antara manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan. Penelitian tentang peran profitabilitas dan pemanfaatan aset dalam memediasi pengaruh manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan sudah dijelaskan penelitian sebelumnya (Nastiti *et al.*, 2019; Kinasih *et al.*, 2020). Demikian juga hubungan resiprokal (timbal balik) antara manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan (Barros *et al.*, 2022), tetapi peran profitabilitas dan pemanfaatan aset dalam memediasi hubungan resiprokal (timbal balik) antara manajemen modal

kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan masih menjadi kesenjangan penelitian dan menjadi kontribusi penelitian ini.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi praktis dengan membantu manajer dalam melakukan manajemen modal kerja baik dalam perencanaan, kontrol dan evaluasi. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi praktis dengan memberikan pemahaman pengaruh manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan serta besarnya pengaruh pertumbuhan berkelanjutan terhadap manajemen modal kerja.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

1. Pertumbuhan Berkelanjutan

1.1 Konsep Pertumbuhan Berkelanjutan

Pertumbuhan merupakan konsep yang banyak digunakan dalam berbagai filsafat ilmu dan memiliki berbagai arti sebagai proses perbaikan. Pertumbuhan (*growth*) dalam bahasa Inggris Kuno dikenal *growan*, " *to grow or flourish* [tumbuh atau berkembang]" menjadi lebih besar. Pertumbuhan berarti bertambahnya ukuran, struktur dan kemampuan. Dalam ilmu ekonomi, istilah pertumbuhan dikaitkan dengan proses pembangunan, perluasan, dan percepatan, sedangkan dalam istilah bisnis, pertumbuhan diartikan sebagai peningkatan kapasitas ekonomi atau bisnis dalam hal memproduksi/menjual. produk atau jasa (Utami *et al.*, 2018). Lebih lanjut, banyak literatur mengembangkan taksonomi pertumbuhan untuk berbagai kepentingan dalam kerangka waktu yang berbeda, seperti pertumbuhan jangka pendek dan jangka panjang (Mamilla, 2019), pertumbuhan aktual, pertumbuhan lambat dan cepat, pertumbuhan internal dan pertumbuhan eksternal (Bei & Wijewardana, 2012), atau pertumbuhan berkelanjutan atau tidak berkelanjutan (Raby *et al.*, 2022). Beberapa indikator tersebut digunakan untuk pengambilan keputusan manajemen, terutama yang berkaitan dengan kepentingan manajerial dalam perencanaan keuangan, pemegang utang dan pemegang saham serta pemerintah. Oleh karena itu, mengelola pertumbuhan dengan

membedakan bahwa pertumbuhan aktual berbeda dengan pertumbuhan berkelanjutan penting bagi perusahaan untuk menempatkan pertumbuhan seimbang sebagai pendeteksi posisi perusahaan dalam hal saldo kas.

Pertumbuhan perusahaan adalah inti dari setiap perusahaan sukses karena untuk meningkatkan tingkat kelangsungan hidup mereka (Mckelvie dan Wiklund, 2010). Kelangsungan hidup diganti dengan berkelanjutan (Danes, 2008a). Istilah pertumbuhan berkelanjutan muncul pada tahun 1970-an dalam bidang bisnis. Higgins (1977) menggunakan istilah untuk mengatasi pertumbuhan optimal perusahaan dari perspektif keuangan. Keberhasilan perusahaan dapat dicapai dengan menerapkan prinsip berkelanjutan dan pengelolaan bisnis. Penerapan prinsip berkelanjutan dalam bisnis dan pengelolaan bisnis merupakan kunci penting keberhasilan suatu perusahaan.

Berkelanjutan perusahaan adalah konsep yang relatif baru sebagai strategi bisnis dengan mengalokasikan sumber daya dari perusahaan untuk praktik lingkungan, sosial, dan tata kelola (Tonello dan Singer, 2015). Terdapat kesamaan dan perbedaan antara konsep pertumbuhan berkelanjutan dan kinerja berkelanjutan (sosial, ekonomi, lingkungan). Kesamaannya adalah keduanya fokus tidak hanya kinerja jangka pendek dalam satu atau beberapa siklus produksi, namun lebih pada kinerja jangka panjang, siklus berulang dalam multi generasi. Perbedaannya adalah pertumbuhan berkelanjutan lebih banyak di gunakan dalam bidang bisnis

dan keuangan, sementara kinerja berkelanjutan (sosial, ekonomi, lingkungan) lebih bersifat umum dalam banyak bidang.

Istilah pertumbuhan berkelanjutan (*Sustainable Growth*) muncul pada tahun 1970-an dalam bidang bisnis (Babcock, 1970). Pertumbuhan berkelanjutan (*sustainable growth*) berbeda dengan pertumbuhan jangka panjang. Pertumbuhan jangka panjang mengukur pertumbuhan kinerja (pada umumnya lebih dari 3 tahun) (Raby *et al.*, 2022) membedakannya dengan pertumbuhan jangka pendek (kurang dari satu tahun). Pertumbuhan berkelanjutan lebih ditujukan pada konsep pertumbuhan yang berkesinambungan. Pertumbuhan dalam organisasi bisnis seperti pertumbuhan dalam organisme hidup yaitu lahir, tumbuh, berkembang dan selanjutnya mengalami penurunan baik dalam siklus hidup produk maupun organisasi. Berbeda dengan pertumbuhan, pertumbuhan berkelanjutan lebih dari satu siklus hidup bisnis (lahir, tumbuh, penurunan) bahkan dalam beberapa generasi. Perusahaan untuk tumbuh berkelanjutan perlu mempunyai kemampuan mempertahankan, bertahan (dalam bahasa latin *sustinere*. “*To sustain*” [bertahan]. Berkelanjutan adalah daya tahan suatu sistem dan proses. Pertumbuhan berkelanjutan berbeda dengan pertumbuhan jangka panjang, tetapi berkelanjutan berhubungan dengan tujuan jangka panjang, memenuhi kebutuhan saat ini tanpa mengorbankan kemampuan generasi mendatang.

Pertumbuhan yang berkelanjutan merupakan tujuan dari setiap perusahaan untuk tetap memberi nilai bagi lingkungan dalam jangka

panjang. Konsep pertumbuhan yang berkelanjutan sedikit berbeda dengan kinerja yang berkelanjutan. Kinerja berkelanjutan pada umumnya dilihat dari dimensi ekonomi, sosial dan lingkungan (Bakoğlu & Yıldırım, 2016; Borre *et al.*, 2022; Breton-Miller & Miller, 2016). Implementasi kinerja berkelanjutan diantaranya dalam program *corporate social responsibility* (CSR), yaitu sejauhmana perusahaan memberikan nilai bagi lingkungan. Konsep pertumbuhan yang berkelanjutan lebih dari perspektif bisnis untuk tumbuh secara berkesinambungan dalam jangka panjang (Mamilla, 2019).

Perusahaan untuk tumbuh berkelanjutan tidak dapat diukur hanya dengan pertumbuhan penjualan atau pendapatan, tetapi memerlukan set kemampuan untuk bertahan dan memanfaatkan peluang. Pertumbuhan penjualan, pertumbuhan modal saja tidak cukup sebagai indikator berkelanjutan. Higgins (1977, 2012) mengemukakan bahwa kemampuan perusahaan untuk tumbuh secara berkelanjutan dapat dilihat dari elemen: profit margin yang kuat, perputaran asset, kombinasi elemen keuangan (tingkat retensi dan struktur modal) dan penggunaan hutang (*leverage*) yang efisien dan efektif (Higgins, 1977, 2012).

Konsep yang hampir sama dengan pertumbuhan berkelanjutan (*sustainable growth*), yaitu keberkelanjutan keuangan (*financial sustainability*) (Gleißner *et al.*, 2022; Zabolotnyy & Wasilewski, 2019), pertumbuhan bisnis (Miroshnychenko *et al.*, 2021; Raby *et al.*, 2022), bisnis yang berkelanjutan (Bansal & DesJardine, 2014; Rana, 2019; Rezaee, 2016), berkelanjutan bisnis keluarga (Ahn *et al.*, 2021; Olson *et*

al., 2003; Stafford *et al.*, 1999) ditemukan banyak penelitian. Konsep tersebut hampir sama namun merupakan konsep berbeda dan saling terkait. Pertumbuhan bisnis lebih bersifat umum, dan sering diukur dalam pertumbuhan jangka pendek seperti pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aset, pertumbuhan modal, pertumbuhan harga aset (Miroshnychenko *et al.*, 2021; Raby *et al.*, 2022), Pertumbuhan berkelanjutan lebih pada konsep kemampuan hidup perusahaan dalam jangka panjang (Mamilla, 2019). Pertumbuhan berkelanjutan merupakan bagian dari berkelanjutan keuangan (Gleißner *et al.*, 2022). Keuangan berkelanjutan merupakan elemen dari bisnis berkelanjutan (sosial, ekonomi, lingkungan) (Gleißner *et al.*, 2022).

Elemen dalam pertumbuhan yang berkelanjutan yaitu profit margin, perputaran aset, kombinasi elemen keuangan (tingkat retensi dan struktur modal) dan penggunaan hutang (*leverage*) yang efisien merupakan dimensi dalam aspek keuangan yang dipengaruhi oleh tatakelola, manajemen strategi dan karakteristik dalam perusahaan keluarga. Konsep pertumbuhan berkelanjutan atau dikenal dengan *sustainable growth rate* (SG) dikemukakan Higgins (1977) sebagai pertumbuhan optimal dari sudut pandang keuangan, dimana penjualan perusahaan tetap dapat mengalami kenaikan tanpa kehabisan sumber daya keuangan dan tanpa tergantung penggunaan keuangan eksternal (Higgins, 1977, 2012). SG membantu perusahaan untuk mencegah *leverage* berlebihan dan menghindari kesulitan keuangan. Perusahaan dengan SG yang tinggi

biasanya efektif dalam mengoptimalkan upaya penjualan dan fokus pada produk dengan margin tinggi.

1.2 Pengukuran Pertumbuhan Berkelanjutan

Pertumbuhan berkelanjutan diantaranya diukur dari *sustainable growth rate* (SG) (Higgins, 1977). Robert C. Higgins mengatakan tingkat pertumbuhan berkelanjutan sebagai pertumbuhan optimal dari sudut pandang keuangan, berdasarkan sumber daya sendiri dan tanpa tergantung penggunaan keuangan eksternal. SG adalah tingkat pertumbuhan optimal dimana penjualan perusahaan tetap dapat mengalami kenaikan tanpa kehabisan sumber daya keuangan (Higgins, 1977, 2012). SG sangat bermanfaat karena kombinasi elemen keuangan (tingkat retensi dan struktur modal) dan elemen operasi (efisiensi aset dan profit margin) ke dalam ukuran komprehensif. SG merupakan tingkat pertumbuhan maksimum yang suatu perusahaan tanpa harus membiayai pertumbuhan dengan ekuitas atau utang tambahan. SG membantu perusahaan untuk mencegah *leverage* berlebihan dan menghindari kesulitan keuangan. Perusahaan dengan SG yang tinggi biasanya efektif dalam mengoptimalkan upaya penjualan dan fokus pada produk dengan margin tinggi.

Teori *Pecking Order* relevan untuk menjelaskan SG yang juga menunjukkan perusahaan memprioritaskan pembiayaan internal daripada eksternal, terutama untuk mendukung pertumbuhan penjualan. Higgins

(Higgins, 1977) memperkenalkan konsep SG yang menjelaskan penjualan maksimum yang dapat dicapai pertumbuhan perusahaan jika perusahaan diasumsikan tidak menambah utang atau menerbitkan saham baru. Akibatnya, pertumbuhan penjualan sangat tergantung pada sumber pendanaan internal. Konsep pertumbuhan berkelanjutan dalam hal ini dicapai perusahaan dengan mengutamakan sumberdaya internal untuk tingkat pertumbuhan maksimum sebelum menggunakan sumberdaya eksternal. Pertama, pendanaan internal perusahaan (laba ditahan) adalah pilihan pertama karena paling murah. Dalam hal ini, perusahaan tidak perlu mengeluarkan biaya-biaya transaksi seperti biaya bunga dan biaya emisi surat berharga. Kedua, jika tidak mencukupi, perusahaan memilih sumber pendanaan eksternal berbasis utang. Meskipun hutang menimbulkan biaya transaksi, tetapi menawarkan keuntungan pajak (*tax shield*). Opsi ketiga atau terakhir adalah ekuitas. Secara spesifik, penerbitan saham baru menjadi pilihan terakhir karena biayanya mahal. Khususnya, penerbitan saham baru tidak hanya menimbulkan biaya transaksi tetapi juga asimetri informasi yang berpotensi menyebabkan harga saham baru di bawah harga.

Konsep pengukuran pertumbuhan berkelanjutan (*sustainable growth rate/SG*) yang paling banyak digunakan adalah konsep pengukuran yang dikemukakan oleh Higgins (1977) dan Van Horne (1987). Formula pertama (SG1) mencerminkan: kemampuan pengendalian biaya (*profit*

margin), efisiensi pemanfaatan aset (*assets turnover*), kebijakan retensi perusahaan (*retention rate*) dan strategi keuangan/ pembiayaan (*financial leverage*).

SG₁ = Profit Margin x Asset Turnover x Retention Rate x Financial Leverage

- *Profit Margin = Net Income/Sales*
- *Asset Turnover = Sales/Total Assets*
- *Retention Rate = Retained earnings/Net income*
- *Financial Leverage = Total Debts/Total Assets*

Formula kedua (SG) yang diajukan oleh Van Horne (1987) mencerminkan tingkat pertumbuhan maksimum yang dapat dicapai tanpa utang atau ekuitas pembiayaan eksternal.

SG = ROE x Retention Ratio / 1 - ROE x Retention Ratio

$$\text{Retention Ratio} = \frac{\text{Net Income} - \text{Dividends Distributed}}{\text{Net Income}}$$

Kedua rumus yang diturunkan dari model yang dibuat oleh Higgins (1977) dan Van Horne (1987) telah digunakan oleh berbagai peneliti baru-baru ini untuk menghitung SG (Huang dan Liu, 2009; Xu dan Wang, 2018; Ocak dan Findik, 2019).

Tabel 2.1 Pengukuran Pertumbuhan Berkelanjutan

Pengukuran SG	Dikembangkan oleh:	Riset Pendukung
SG ₁ = Profit Margin x Asset Turnover x Retention Rate x Financial Leverage	(Higgins, 1977)	(Carp <i>et al.</i> , 2020; Ionita & Dinu, 2021; Lockwood & Prombutr, 2010; Ocak & Findik, 2019; L. Wang <i>et al.</i> , 2019; Xu & Wang, 2018)
SG = ROE x Retention Ratio / 1 - ROE x Retention Ratio	(Van Horne, 1987)	(Ionita & Dinu, 2021; Ocak & Findik, 2019)

Higgins (Higgins, 2012) mengembangkan SG :

$$\begin{aligned} \text{SGR} &= \frac{\text{Net Profit}^*}{\text{Turnover}} R^* \frac{\text{Turnover}^*}{\text{Total Assets}} \frac{\text{Total Assets}}{\text{Equity}} \\ &= R^* \frac{\text{Net Profit}}{\text{Equity}} = R^* \text{ROE} \end{aligned}$$

1.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pertumbuhan Berkelanjutan

Berdasarkan definisi konsep SG (Higgins, 1977), SG terdiri dari empat elemen atau komponen (Amouzesh *et al.*, 2015; Vasiu & Ilie, 2018), yaitu:

a. Profit Margin

Meningkatkan margin keuntungan memungkinkan perusahaan untuk menghasilkan dana yang diperlukan tanpa menggunakan sumber eksternal, sehingga mendorong pertumbuhan yang berkelanjutan. Kenaikan profit margin dapat menaikkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dana dari internal, dengan demikian dapat menaikkan SG. Profit Margin mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba dari penjualan.

b. Asset Turnover

Net asset turnover menunjukkan efisiensi dalam menggunakan aset untuk peningkatan penjualan. Perputaran aset yang efisien akan mengurangi kebutuhan untuk meningkatkan aset basis untuk mempertahankan peningkatan penjualan, sehingga hal ini akan berkontribusi pada peningkatan tingkat pertumbuhan yang

berkelanjutan. Kenaikkan asset turnover dapat menaikkan penjualan yang dihasilkan tiap asetnya. Hal ini menurunkan kebutuhan perusahaan terhadap aset karena pertumbuhan penjualan dan menaikkan SG; Rasio ini memperlihatkan seberapa efektif investasi yang dilakukan, sehingga nantinya dapat dibandingkan banyaknya penjualan yang terjadi tiap satuan aset yang dimiliki.

c. Struktur modal

Peningkatan rasio utang terhadap ekuitas akan meningkatkan *leverage* keuangan perusahaan dan akibatnya meningkatkan tingkat pertumbuhan berkelanjutan. Kenaikkan *debt to equity ratio* menaikkan *leverage* keuangan dan membuat pembiayaan utang tambahan tersedia, sehingga dapat menaikkan SG; *Debt to Equity Ratio* (DER) atau Rasio total utang terhadap modal sendiri merupakan salah satu dari rasio manajemen utang atau sering disebut dengan rasio *leverage*. Rasio *leverage* ini digunakan untuk menjelaskan penggunaan utang untuk membiayai sebagian daripada aktiva perusahaan. Penggunaan utang yang efisien adalah penggunaan dengan biaya rendah untuk mengoptimalkan laba.

d. Kebijakan dividen

Penurunan rasio pembayaran menentukan peningkatan tingkat retensi dan secara implisit peningkatan tingkat pertumbuhan yang

berkelanjutan. Penurunan pada presentase laba bersih setelah pajak yang dibayarkan sebagai dividen dapat menaikkan tingkat retensi setelah pajak yang dibayarkan sebagai dividen. Dividen menaikkan modal dan tingkat retensi yang dihasilkan secara internal sehingga dapat menaikkan SG. Dividend payout ratio (DPR) merupakan rasio pembayaran dividen yang melihat bagian earnings (pendapatan) yang dibayarkan sebagai dividen kepada investor. Bagian lain yang tidak dibagikan akan diinvestasikan kembali ke perusahaan. DPR merupakan bagian kecil dari keputusan pendanaan perusahaan. DPR digunakan dalam model penilaian saham untuk mengestimasi dividen yang dibayarkan pada masa yang akan datang.

Studi empiris beberapa tahun terakhir menemukan faktor-faktor yang mempengaruhi terhadap pertumbuhan berkelanjutan, termasuk faktor-faktor terkait aset tidak berwujud (Ionita & Dinu, 2020; Xu & Wang, 2018; Ocak & Findik, 2019), *effective tax rate* (Fonseka, 2012; Manaf *et al.*, 2018; Mamilla, 2019), ERM (Sofia *et al.*, 2021) dan tatakelola (Ionita & Dinu, 2020; Ocak & Findik, 2019).

Peningkatan profitabilitas akan meningkatkan perolehan dana internal yang berdampak langsung pada pencapaian pertumbuhan (Manaf *et al.*, 2018). Rasio perputaran aset yaitu peningkatan penjualan yang dihasilkan per unit aset akan mengurangi kebutuhan

untuk aset tambahan untuk peningkatan penjualan, sehingga secara tidak langsung menghasilkan peningkatan SG (Mamilla, 2019).

Tabel 2.2 Studi Empiris Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pertumbuhan Berkelanjutan

	Ionita & Dinu (2020)			Ramli, et al.	Mamilla (2019)	Teng et al. (2021)	Nugroho (2020)	Sofia et al. (2021)	Manaf et al.	Fonseka (2012)	Xu & Wang (2018)	Ocak & Findik (2019)	Hafid (2016)	Lockwood & Harlan et al.	Wang, Dai, Ding, Carp et al. (2020)				
	SGR1	SGR2	FV	SGR2	SGR2	SGR2	SGR1	CS	SGR1	SGR1	SGR2	SGR1	SGR2	FV	SGR1	SGR1	SGR1	SGR1	FV
SGR			+												+				+
Karakteristik Perusahaan																			
Sales Growth						+	+	X	+										
Assets Growth (TAG)							X	X											
Profitabilitv	+	+	+	+	X	-	+	+	+	+					+				+
Asset Turnover				X	-		X	X							+				
Leverage. Capital structure=Total				-	-	+	X	-	-	X	+	-	-	-	+				+
Financial Distress											+	+							
Retention Ratio (RR)=Retained							-	X											
Dividend policv				-					X										
Firm size	X	X	X	+	+	-		X		X	+	+	+	+	-				+
Working Capital Management											-	+							
Free Cash										X	-								
Current ratio=Sales/total assets					X														
Likuiditas											-	-							X
Umur Perusahaan						-		X					+	+	+				X
OEG = growth rate of owner's						+													
Cash adequacy											+	X							
Capital Investment											+	+							
Effective tax rate					X				X	+	+								
ERM								X											
Intangibles Asset																			
Intangible Ratio												+	+	+					+
R& D	X	X	X									+	X	X	X				
Patent	X	X	X																
IT Programs=total value	X	X	X																
Brand=total value of the good	X	X	X																
Inovasi								+											
Intellectual Capital								+			+								
Tatakelola																			
Internal Control																			+
Board Size																			X
Board Independence												X	X	X					X
Shares_in_subsid=total value of investments in other subsidiaries through shares	X	X	X																
Loans_to_grups	-	-	-																
Shares_in_oth_entit=total value of investments in controlled entities through shares	X	X	+																
Loans_to_oth_entit	X	X	X																
Industri	-	-	-																

ket: FV- Firm Value, += berpengaruh positif, -=berpengaruh negatif= X= tidak berpengaruh, kosong= tidak diteliti

Peningkatan total utang menyediakan sumber daya tambahan

dan meningkatkan SG (Mamilla, 2019). Kebijakan dividen secara tidak langsung meningkatkan pertumbuhan modal dan meningkatkan

SG (Ramli *et al.*, 2022). Untuk meningkatkan SG, perusahaan perlu mengurangi dividen ketika pertumbuhan riil lebih tinggi dari SG (Mamilla, 2019). Sebuah studi (Ionita & Dinu, 2020) menemukan bahwa intangible asset sebagai kompetensi inovatif (R&D dan Paten) dan kompetensi ekonomi (Merek, saham yang dimiliki pada entitas asosiasi dan pengendalian bersama entitas) tidak memiliki dampak positif pada SG dan nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar dari Rumania.

2. Manajemen Modal Kerja

2.1 Pengertian Modal Kerja

Teori struktur modal yang pertama dicetuskan oleh Modigliani dan Miller (Brigham dan Houston, 2009). Sumber jangka panjang perusahaan dapat dilihat dalam bentuk perbandingan yaitu modal sendiri dan pinjaman perusahaan dan hal ini sering disebut dengan struktur modal. Apabila dimasukkan dalam seluruh hutang perusahaan baik jangka pendek maupun jangka panjang, maka perbandingan tersebut disebut sebagai struktur keuangan. Meskipun demikian perlu diingat bahwa kenyataannya suatu hutang jangka pendek yang ditanggung perusahaan selalu diperpanjang yang pada dasarnya merupakan hutang jangka panjang. Teori yang membahas struktur modal dengan kemampuan menghasilkan laba yaitu *Pecking Order Theory*. Berdasarkan *Pecking Order Theory* dikemukakan oleh Myers (1984) menyatakan bahwa yang lebih disukai perusahaan

adalah perusahaan mendanai kebutuhannya menggunakan dana yang dimiliki (internal) daripada menggunakan dana dari luar (hutang) perusahaan. Dana internal digunakan terlebih dahulu dibandingkan dengan dana yang bersumber dari eksternal. Urutan penggunaan dana yang dikemukakan teori ini adalah laba ditahan terlebih dahulu lalu diikuti penggunaan hutang, setelah itu penerbitan ekuitas baru. Dapat dikatakan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas cukup tinggi enggan untuk meminjam dana dari luar karena mereka cenderung menggunakan laba ditahan yang berasal dari penjualan.

Dalam konsep modal kerja, terdapat konsep utama modal kerja menurut Horne dan Wachowicz (2012) yaitu: 1) Modal Kerja Neto (*Net Working Capital*) adalah aset lancar dikurangi liabilitas jangka pendek. Dengan kata lain modal kerja neto merupakan perbedaan nilai uang antara aset lancar dan liabilitas jangka pendek. Ini adalah salah satu cara untuk melihat sejauh mana perusahaan terlindung dari masalah likuiditas. 2) Modal Kerja Bruto (*Gross Working Capital*) adalah investasi perusahaan dalam aset lancar (seperti kas dan sekuritas yang dapat diperjualbelikan, piutang, persediaan). Kebijakan modal kerja menurut Martono dan Harjito (2008) ada tiga yaitu: 1) Kebijakan konservatif dimana perusahaan memiliki investasi pada aset tetap dalam jumlah relatif rendah dan investasi pada aset lancar dalam jumlah yang besar. 2) Kebijakan agresif dimana perusahaan memiliki investasi pada aset tetap dalam jumlah yang besar dan investasi pada aset lancar dalam jumlah relatif rendah. 3)

Kebijakan moderat yaitu perpaduan dari kebijakan konservatif dan kebijakan agresif.

Menurut Horne dan Wachowicz (2005) ada dua prinsip dasar utama dalam keuangan yaitu: 1) Profitabilitas berbanding terbalik dengan likuiditas. Likuiditas memiliki hubungan terbalik dengan profitabilitas. Apabila likuiditas meningkat, maka akan diikuti dengan penurunan profitabilitas. Demikian juga sebaliknya, apabila likuiditas menurun, maka akan diikuti peningkatan profitabilitas. 2) Profitabilitas berbanding lurus dengan risiko. Perusahaan harus menyadari bahwa profitabilitas selalu berdampingan dengan risiko. Apabila perusahaan berusaha untuk mengumpulkan laba sebanyak mungkin, maka sudah jelas risiko yang akan dihadapi lebih besar. Komponen modal kerja meliputi aktiva lancar dan hutang lancar. Aktiva lancar meliputi: *cash, receivables, inventories, and short-term securities* (Baños-Caballero *et al.*, 2016; Tjandra, 2022). Hutang lancar meliputi: *short-term loans from banks, trade payables, tax payables, and a portion of long-term debt* (Baños-Caballero *et al.*, 2016; Tjandra, 2022).

2.2 Strategi Pendanaan Modal Kerja

Manajemen modal kerja adalah aktivitas perencanaan, pengendalian, pengawasan dan evaluasi modal kerja. Pengelolaan aktiva lancar perusahaan dan pendanaan yang dibutuhkan untuk mendukung investasi dalam aktiva lancar. Manajemen modal kerja yang tepat akan

mendukung upaya untuk memanfaatkan peluang sekaligus menjaga kesehatan keuangan perusahaan. Manajemen modal kerja perlu efektif untuk mengoptimalkan pendapatan serta dengan biaya yang efisien. Manajemen modal kerja yang agresif untuk investasi pada satu sisi memberikan kemampuan perusahaan dalam menciptakan dan menangkap peluang lingkungan, pada sisi lain berpotensi menyebabkan masalah likuiditas keuangan serta potensi kebangkrutan (Kayani *et al.*, 2019).

Perusahaan menggunakan strategi yang berbeda-beda dalam pengelolaan modal kerja. Perusahaan melakukan kebijakan modal kerja konservatif dengan tujuan untuk mengurangi risiko likuiditas dengan menaruh aset lancar lebih banyak dibandingkan kewajiban lancar. Sebaliknya, perusahaan menggunakan kebijakan modal kerja agresif aset lancar lebih sedikit untuk membiayai investasi dalam aktiva tetap. Perusahaan menggunakan kebijakan modal kerja agresif membiayai investasi aktiva tetap dan aktiva lancar permanen dengan menggunakan sumber dana jangka pendek yang proporsinya lebih besar (Yeboah & Agyei, 2012).

Dari segi pendanaan modal kerja dan aktiva tetap, ada beberapa alternatif kebijakan manajemen modal kerja, yaitu: (1) Agresif, dan (2) Konservatif. Kedua strategi tersebut berkaitan dengan risiko dan tingkat keuntungan hutang jangka pendek versus hutang jangka panjang.

1. *Conservative Approach*

Metode konservatif akan membiayai investasi aktiva tetap dan aktiva lancar permanen serta sebagian aktiva lancar yang berfluktuasi dengan hutang jangka panjang atau modal sendiri. Pembiayaan investasi aktiva tetap dan aktiva lancar permanen serta sebagian aktiva lancar temporer (musiman) dengan sumber dana jangka panjang, sedangkan sebagian aktiva lancar temporer dengan utang jangka pendek. Kebijakan pendanaan aktiva lancar bahwa modal jangka panjang digunakan untuk mendanai seluruh kebutuhan aktiva lancar permanen dan juga untuk memenuhi beberapa kebutuhan pendanaan musiman. Kendala strategi adalah mengorbankan keamanan, karena perusahaan sepenuhnya berada dalam bahaya kenaikan tingkat suku bunga disamping masalah dalam perpanjangan pinjaman. Sebaliknya dari program agresif, strategi investasi konservatif meminimalkan risiko dan selain itu juga ditujukan terhadap perlindungan atas modal dengan prioritas tertinggi. Program ini juga mempunyai Pendapatan dengan Tingkat Tertentu, dan dengan periode investasi yang terbatas pada 30 hari kerja kalender. Program ini diciptakan khusus untuk para investor dengan tujuan pencapaian jangka pendek. Dalam strategi konservatif, hutang jangka panjang lebih besar proporsinya. Sebagian aktiva lancar dibiayai oleh hutang jangka panjang. Strategi semacam itu mempunyai risiko yang lebih kecil, tetapi profitabilitas juga kecil karena perusahaan harus membayar bunga yang lebih besar.

2. *Aggressive Approach*

Metode ini akan membiayai investasi dengan menggunakan sumber dana jangka pendek yang proporsinya lebih besar. Perusahaan yang menganut pendekatan ini akan memenuhi aktiva tetap dan sebagian aktiva lancar permanen dengan hutang jangka panjang dan sebagian aktiva lancar permanen dan semua aktiva lancar variabel dengan hutang jangka pendek. Perusahaan yang menggunakan pendekatan ini menanggung pengembalian hutang jangka pendek yang lebih besar, sehingga risiko fluktuasi bunga jangka pendek juga semakin besar tetapi dengan harapan bahwa laba yang diperoleh akan semakin besar dan dengan demikian akan memperkecil biaya hutang jangka pendek. Adalah Kebijakan pendanaan aktiva lancar dengan cara pendanaan seluruh aktiva tetapnya dengan modal jangka panjang dan sebagian dari aktiva lancar permanennya (aktiva tetap yang harus dimiliki oleh perusahaan meskipun sedang berada di bagian terendah siklus bisnisnya) dengan kredit jangka panjang nonsponatan. Strategi ini untuk mendapatkan keuntungan pendanaan hutang jangka pendek lebih murah dari hutang jangka panjang.

2.3 Kinerja Manajemen Modal Kerja

Manajemen modal kerja perlu efektif untuk memaksimalkan pendapatan serta dengan biaya yang efisien. Manajemen Modal Kerja dapat diukur dari Besaran modal kerja dan kinerja modal kerja. Besaran modal kerja (WCR) dapat diukur sebagai selisih antara aktiva lancar

setelah dikurangi hutang lancar dibagi total asset (Kurt *et al.*, 2020; Nyeadi *et al.*, 2018; Rehman *et al.*, 2017; Tjandra, 2022). Besaran modal kerja menunjukkan seberapa besar proporsi antara aktiva lancar atau aktiva lancar setelah dikurangi hutang lancar dibagi total assetnya. Besaran modal kerja terkait dengan aktiva jangka pendek (aktiva lancar dan hutang lancar) yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan sehari-hari, untuk memaksimalkan pendapatan serta mendukung pemanfaatan peluang investasi. Besaran modal kerja diantaranya dapat diukur dari Modal kerja bersih, *Working capital financing*, *Working capital ratio*, *Cashholding*, *Aggressive investment decision (AID)*, *Aggressive financing decision (AFD)*.

Tabel 2.3 Pengukuran Besaran dan Kinerja Manajemen Modal Kerja

Variabel	Pengukuran	Rujukan
Besaran Modal Kerja		
Modal kerja bersih	Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t /jumlah aset akhir tahun pada tahun t	(Z. Li <i>et al.</i> , 2022) (Baños-Caballero <i>et al.</i> , 2020) (Le, 2019)
Working capital financing	Short-term debt/working capital Where working capital = Current assets – Current liabilities	(Altaf, 2020)
Working capital ratio	Current asset/Total asset	(Nwude <i>et al.</i> , 2021)
Cashholding	Kas dan setara kas perusahaan- i pada tahun- t /total aset akhir tahun pada tahun- t	(Z. Li <i>et al.</i> , 2022)
AID	Aggressive investment decision= Total Current Assets/ TotalAssets	(Meah <i>et al.</i> , 2021) (Pestonji & Wichitsathian, 2019)
AFD	Aggressive financing decision= Total Current Liabilities/ TotalAssets	(Meah <i>et al.</i> , 2021) (Pestonji & Wichitsathian, 2019)
Kinerja Modal Kerja		
Siklus Konversi kas (CCC)	Cash conversion cycle= DIO + DSO – DPO	(Meah <i>et al.</i> , 2021) (Banerjee <i>et al.</i> , 2021) (Wassie, 2021) (Tarkom, 2020) (Fernández-López <i>et al.</i> , 2020)
Days in inventory	[average inventory/cost of goods sold]*365	(Nwude <i>et al.</i> , 2021) (Meah <i>et</i>

outstanding (DIO)		<i>al., 2021) (Rey-Ares et al., 2021) (Coleman et al., 2020) (Fernández-López et al., 2020)</i>
Accounts collection period	$[\text{average trade debtors/sales}] * 365$	<i>(Nwude et al., 2021) (Wassie, 2021)</i>
Days in sales outstanding (DSO)	$\text{Average Receivables} * 365 / \text{Sales}$	<i>(Meah et al., 2021) (Rey-Ares et al., 2021) (Coleman et al., 2020)</i>
Days in payables outstanding (DPO)	$\text{Average Payables} * 365 / \text{Cost of Goods Sold}$	<i>(Nwude et al., 2021) (Meah et al., 2021) (Wassie, 2021) (Coleman et al., 2020) (Fernández-López et al., 2020)</i>
Working capital turnover ratio	$\text{Current assets} / \text{sales}$	<i>(Nwude et al., 2021)</i>
Current liabilities ratio	$\text{Current liabilities} / \text{Total assets}$	<i>(Nwude et al., 2021)</i>
Net Trade Cycle	$\text{Days account receivable} + \text{Day's inventory} - \text{days account payables}$	<i>(Akbar et al., 2021)</i>
Day Account Receivables	$\text{Account Receivables} / \text{Sales} * 365$	<i>(Akbar et al., 2021)</i>
Day Account Inventories	$\text{Inventory} / \text{Sales} * 365$	<i>(Akbar et al., 2021)</i>
Day Account Payables	$\text{Account payables} / \text{Sales} * 365$	<i>(Akbar et al., 2021)</i>

Kinerja modal kerja terkait dengan sejauh mana efisiensi dalam pengelolaan modal kerja. Kinerja modal kerja diantaranya dapat diukur dari: *Siklus Konversi kas (CCC), Days in inventory outstanding (DIO), Accounts collection period, Days in sales outstanding (DSO), Days in payables outstanding (DPO), Liquidity = current ratio, Working capital ratio, Working capital turnover ratio, Current liabilities ratio, Net Trade Cycle, Day Account Receivables, Day Account Inventories, Day Account Payables.*

2.4 Faktor yang Mempengaruhi Manajemen Modal Kerja

Manajemen modal kerja dapat dipengaruhi oleh banyak faktor, seperti: kesempatan investasi, *financial constrains*, *executive age*, krisis keuangan, pandemi, *strategic choices*, tatakelola dan *legal system*.

2.4.1. Faktor yang Mempengaruhi Besaran modal kerja

a. Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi (*investment opportunity*) membuat besarnya proporsi modal kerja menjadi kecil. Kesempatan Investasi membuat proporsi aktiva lancar lebih rendah untuk investasi dalam aktiva tidak lancar seperti perluasan pabrik, peralatan dan infrastuktur fisik lain. Kesempatan Investasi yang tinggi memerlukan modal kerja yang agresif untuk investasi (Altaf & Ahmad, 2019; Wasiuzzaman, 2015). Kondisi peluang investasi tinggi memerlukan modal kerja yang agresif untuk investasi aktivitas tetap, kegiatan riset dan pengembangan, dan kegiatan lainnya untuk menangkap peluang yang menguntungkan pada proyek masa depan (Kurt *et al.*, 2020; Z. Li *et al.*, 2022; M.A Zariyawati *et al.*, 2016; Rehman *et al.*, 2017; Setianto & Kusumaputra, 2019; Tjandra, 2022).

b. Kendala keuangan

Perusahaan sering menghadapi kendala keuangan (*financial constrains*). Kendala keuangan membuat proporsi modal kerja kecil. Kendala keuangan memberikan masalah pada likuiditas perusahaan karena kewajiban jangka pendek dan jangka panjang yang jatuh tempo. Hal tersebut akan menghambat fleksibilitas keuangan untuk

bertahan, adaptif dan memanfaatkan peluang (Ferrando *et al.*, 2016; Mura & Marchica, 2010). Pada kondisi kendala keuangan, perusahaan memerlukan fleksibilitas keuangan yang berasal dari kas, kas di bank, piutang, hutang dagang dan aktiva lancar lainnya (Ferrando *et al.*, 2016; Mura & Marchica, 2010).

c. Umur Eksekutif

Faktor lain yang dapat mempengaruhi manajemen modal kerja adalah umur *executive*. Sebuah studi (Adhikari *et al.*, 2021) menemukan bahwa eksekutif yang lebih tua berinvestasi lebih banyak dalam modal kerja. Semakin tinggi usia eksekutif semakin berupaya mengurangi risiko dengan menempatkan aktiva lancar lebih banyak dibandingkan investasi dalam aktiva tidak lancar.

d. Krisis keuangan

Kondisi krisis keuangan juga dapat mempengaruhi besarnya modal kerja. Krisis keuangan adalah sebuah situasi dimana beberapa aset finansial berada pada situasi tidak stabil tiba-tiba kehilangan sebagian besar nilai-nilai nominalnya. Krisis keuangan terjadi ketika harga aset turun tajam, bisnis dan konsumen tidak dapat membayar utangnya, dan lembaga keuangan mengalami kekurangan likuiditas. Perusahaan mengadopsi kebijakan modal kerja konservatif selama krisis keuangan global (Akbar *et al.*, 2021, 2021; Erol *et al.*, 2011; Singh *et al.*, 2017).

e. Pandemi

Pandemi global seperti yang terjadi akhir-akhir ini memberikan ketidakpastian yang mempengaruhi manajemen modal kerja. Beberapa studi (Z. Li *et al.*, 2022; Tarkom, 2020) menemukan bahwa perusahaan mengadopsi kebijakan modal kerja konservatif selama pandemi.

f. Strategi Perusahaan

Pilihan strategi juga dapat mempengaruhi manajemen modal kerja. Manajemen modal kerja dapat berbeda sesuai pilihan strategi bersaing yang berbeda. Studi (C. G. Li *et al.*, 2014) menemukan bahwa manajemen modal kerja dapat berbeda sesuai pilihan strategi bersaing yang berbeda. Perusahaan dengan strategi agresif akan menempatkan mempunyai posisi modal kerja dibandingkan perusahaan dengan strategi konservatif.

2.4.2. Faktor yang Mempengaruhi Kinerja Modal Kerja

a. Pandemi

Pandemi global mempengaruhi kinerja modal kerja dalam bentuk tingkat siklus konversi kas (*cash conversion cycle*) yang lebih panjang, persediaan yang tidak efisien, peningkatan piutang usaha. Sebuah studi (Tarkom, 2020) yang dilakukan pada 2.542 perusahaan publik AS 2019Q1–2021Q2 menemukan perusahaan yang terpapar COVID-19 beroperasi dengan tingkat siklus konversi kas (*cash conversion cycle*) yang lebih tinggi. Ketidakpastian dalam rantai

pasokan menyebabkan perusahaan dan investor di India lebih mengamankan persediaan serta membatasi investasi dalam modal kerja (Banerjee *et al.*, 2021).

b. Umur Eksekutif

Usia eksekutif memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja manajemen modal kerja. Semakin tinggi usia eksekutif, semakin menghindari risiko. Sebuah studi (Adhikari *et al.*, 2021) menemukan bahwa semakin tinggi usia eksekutif semakin membutuhkan waktu lebih lama untuk mengubah persediaan menjadi uang tunai; dan membayar pemasok lebih cepat. Temuan ini konsisten dengan argumen bahwa keengganan risiko meningkat dengan usia eksekutif.

c. Tatakelola dan Sistem Hukum

Tata kelola dan *legal system* juga dapat mempengaruhi manajemen modal kerja. Perusahaan yang menerapkan kebijakan modal kerja agresif memerlukan dukungan *corporate governance* yang kuat (Coleman *et al.*, 2020). Pemegang saham lebih menghargai NWCR (*Net Working Capital*) di negara-negara dengan perlindungan investor yang kuat, pembangunan keuangan dan ekonomi yang lebih baik (Baños-Caballero *et al.*, 2016).

Aturan hukum yang lebih kuat menghasilkan tingkat modal kerja yang lebih rendah, lebih sedikit sumber modal kerja dari laba ditahan, dan lebih banyak sumber dari bank. Perusahaan dalam rezim

common law (seperti Canada, AS, Australia) memiliki tingkat modal kerja yang lebih rendah dan sumber pembiayaan dari bank, sementara perusahaan dari lingkungan *civil law* (seperti: Belanda, Prancis, Belgia) bergantung sumber modal kerja dari laba ditahan dan lembaga keuangan lainnya (Troilo *et al.*, 2019).

3. Pengaruh Manajemen Modal Kerja terhadap Kinerja Perusahaan

Manajemen modal kerja adalah terkait dengan manajemen aktiva jangka pendek. Manajemen modal kerja merupakan salah satu keputusan penting yang harus ditangani oleh manajer karena sering berdampak pada kinerja profitabilitas dan pertumbuhan berkelanjutan (*sustainable growth*). Pengelolaan modal kerja dapat berdampak terhadap keuntungan jangka pendek adalah profitabilitas seperti terkait ROA, ROE, sedangkan dampak keuntungan jangka panjang seperti terkait pertumbuhan berkelanjutan (Mamilla, 2019).

3.1 Dampak Besaran modal kerja Terhadap Profitabilitas

Profitabilitas menunjukkan kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu pada tingkat penjualan, asset dan modal saham tertentu. Kinerja profitabilitas diantaranya diukur dari ROA, ROE, ROI. Proporsi modal kerja yang besar pada satu sisi akan memberikan jaminan ketersediaan aktiva lancar untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan sehari-hari, namun pada sisi lain akan

mengurangi aset tetap untuk meningkatkan pendapatan dengan menangkap peluang pasar (Z. Wang & Akbar, 2020).

Besarnya modal kerja merupakan salah satu aspek penting dalam strategi menyangkut masalah keputusan investasi jangka pendek, penggunaan *leverage*, aliran kas manajemen aktiva lancar dan sebagainya. Perusahaan yang agresif dalam investasi dalam aktiva tetap akan berdampak peluang keuntungan jangka pendek yaitu adalah profitabilitas seperti terkait ROA, ROE (Banerjee *et al.*, 2021; Fernández-López *et al.*, 2020; Meah *et al.*, 2021; Tarkom, 2020; Wassie, 2021). Namun demikian proporsi aktiva lancar yang rendah sehingga memberikan risiko likuiditas (Morshed, 2020; Pestonji & Wichitsathian, 2019) dan tingkat besaran modal kerja.

3.2 Dampak Kinerja Modal kerja Terhadap Profitabilitas

Kinerja modal kerja yaitu sejauhmana efisiensi dalam pengelolaan aktiva lancar seperti: kas, piutang, persediaan, hutang dagang juga dapat berdampak pada profitabilitas. Perputaran kas yang lebih pendek menunjukkan pengelolaan kas yang efisien, sehingga akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Banerjee *et al.*, 2021; Fernández-López *et al.*, 2020; Meah *et al.*, 2021; Tarkom, 2020; Wassie, 2021). Semakin pendek periode persediaan menunjukkan pengelolaan persediaan yang efisien, sehingga hal ini akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Coleman *et al.*, 2020; Fernández-López *et al.*, 2020; Meah *et al.*, 2021;

Nwude *et al.*, 2021; Rey-Ares *et al.*, 2021). Pembayaran piutang yang lebih pendek akan menyebabkan tidak banyak modal kerja yang menganggur, sehingga dapat dimanfaatkan untuk kegiatan produktif, sehingga pembayaran piutang yang lebih pendek akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Nwude *et al.*, 2021; Wassie, 2021). Semakin lama periode pembayaran hutang dagang/usaha akan menyebabkan modal kerja dapat dimanfaatkan untuk kegiatan produktif yang lain, sehingga pembayaran hutang usaha yang lebih lama akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Akbar *et al.*, 2021). Semakin besar *working capital turnover ratio* menunjukkan pengelolana modal kerja yang efisien dalam menghasilkan penjualan, sehingga semakin besar *working capital turnover ratio* akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Nwude *et al.*, 2021).

3.3 Dampak Besaran modal kerja Terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan

Sustainable Growth (Tingkat Pertumbuhan Berkelanjutan) adalah tingkat pertumbuhan optimal yang dapat dicapai perusahaan tanpa harus melakukan peningkatan dana pinjaman. Strategi keuangan bertujuan pemanfaatan sumberdaya keuangan untuk mendukung strategi bisnis, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Strategi keuangan ini mencakup strategi akuisisi modal, alokasi modal, alokasi dividen dan manajemen modal kerja.

Besaran modal kerja merupakan salah satu aspek penting dalam strategi menyangkut masalah keputusan investasi dalam aktiva tetap yang

tidak hanya akan berdampak peluang keuntungan jangka pendek namun juga dalam jangka panjang. Strategi dalam manajemen modal kerja yang agresif dapat berdampak pada keuntungan panjang dalam seperti terkait pertumbuhan berkelanjutan (Mamilla, 2019).

3.4 Dampak Kinerja Modal kerja Terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan

Kinerja modal kerja yaitu sejauhmana efisiensi dalam pengelolaan aktiva lancar juga tidak hanya dapat berdampak pada profitabilitas jangka pendek. Namun dapat menjadi sumber keunggulan kompetitif untuk pertumbuhan berkelanjutan. Pengelolaan aktiva lancar yang efisien dapat dilihat dari semakin pendeknya siklus konversi kas (*cash conversion cycle*), periode persediaan yang pendek, pembayaran piutang yang lebih pendek, periode pembayaran hutang dagang/usaha yang panjang serta semakin besar *working capital turnover ratio* menjadi sumber keunggulan kompetitif dalam jangka panjang.

4. Pengembangan Hipotesis

4.1 Pengaruh Besaran modal kerja terhadap Profitabilitas

Besaran modal kerja menunjukkan strategi perusahaan terkait manajemen modal kerja (Z. Wang & Akbar, 2020). Besaran modal kerja yang semakin besar menjamin kebutuhan operasional sehari-hari, tetapi proporsi aktiva tetap semakin kecil untuk menangkap peluang pasar. Sebaliknya proporsi aktiva tetap semakin besar untuk menangkap peluang investasi dan pendapatan. Penggunaan aktiva yang lebih besar tersebut

diharapkan bisa meningkatkan keuntungan (profitabilitas) karena perusahaan membayar bunga yang lebih kecil. Sebagai konsekuensinya, risiko strategi tersebut juga akan lebih tinggi.

Beberapa studi menemukan bahwa besaran modal kerja dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap profitabilitas. Sebuah studi (Nwude et al., 2021) pada perusahaan industri semen yang terdaftar di pasar modal Nigeria menemukan besaran modal kerja yang diukur dari WCR berpengaruh positif terhadap profitabilitas yang diukur dari ROA dan ROE. Besaran modal kerja dalam bentuk kas, piutang, persediaan serta hutang usaha bermanfaat untuk menjaga hubungan dengan pemasok dan pelanggan baik bisnis lain atau konsumen akhir. Besaran komponen modal kerja dalam bentuk persediaan akan menjamin ketersediaan produk barang bagi pelanggan dan risiko kelangkaan bahan baku dari pemasok (Franzoi, 2021; Sah et al., 2021). Besaran komponen modal kerja dalam bentuk piutang akan memberikan kelonggaran bagi pelanggan baik perorangan atau bisnis. Besaran komponen modal kerja dalam bentuk kas akan menjamin operasional perusahaan serta meningkatkan fleksibilitas keuangan.

Studi lain (Coleman & Wu, 2020) menemukan bahwa WCR berpengaruh positif terhadap ROA tetapi berpengaruh negatif terhadap ROE. Studi lain (Tarkom, 2020) menemukan bahwa WCR berkorelasi negatif terhadap profitabilitas yang diukur dari ROA. Studi lain (Meah et al., 2021; Pestonji & Wichitsathian, 2019) menemukan bahwa semakin

kecil proporsi aktiva lancar terhadap total aset menunjukkan semakin tingginya proporsi aktiva tidak lancar, seperti dalam bentuk investasi persediaan, mesin produksi, bangunan pabrik yang dapat digunakan untuk meningkatkan pendapatan dan profitabilitas (Wang & Akbar, 2020; Nwude *et al.*, 2021).

Studi lain (Z. Wang & Akbar, 2020) juga menemukan pengaruh besaran modal kerja terhadap kinerja profitabilitas perusahaan tergantung pada siklus hidup perusahaan. Studi pada perusahaan tersebar di 12 industri berbeda di Pakistan selama periode 2005-2014 menemukan bahwa WCRS mempunyai pengaruh yang berbeda-beda terhadap kinerja keuangan di seluruh siklus hidup perusahaan (CLC). Strategi konservatif pada tahap awal, pertumbuhan, dan penurunan berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan, sehingga menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut harus mengadopsi strategi agresif.

Hipotesis selanjutnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₁. Besaran modal kerja berpengaruh negatif terhadap Profitabilitas.

4.2 Pengaruh Besaran modal kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan

Besaran modal kerja tidak hanya dapat berpengaruh terhadap profitabilitas tetapi juga pertumbuhan berkelanjutan. Perusahaan dengan pertumbuhan yang berkelanjutan memerlukan manajemen modal kerja untuk mendukung kegiatan operasional, pembiayaan dan investasi. Perusahaan dengan pertumbuhan yang berkelanjutan akan meningkatkan

arus kas, kegiatan produksi, penelitian dan pengembangan, memenangkan persaingan dengan kegiatan pengetahuan dan inovasi, dan mempertahankan keunggulan kompetitif di masa depan (Barros *et al.*, 2022).

Studi sebelumnya menemukan bahwa yaitu besaran modal kerja yang tinggi memberikan manfaat yaitu menjamin operasional perusahaan (Wang & Akbar, 2020), menciptakan kemampuan untuk menangkap peluang baru atau bertahan pada kondisi krisis (Frank *et al.*, 2017; D. yuan Li & Liu, 2014; Petrus, 2019; Temouri *et al.*, 2020), sehingga hasil ini akan mendukung pertumbuhan berkelanjutan. Besaran modal kerja yang tinggi juga menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan strategi untuk menjaga hubungan dengan pemangku kepentingan yaitu pelanggan dan pemasok (Franzoi, 2021; Sah *et al.*, 2021). Pada sisi lain, besaran modal kerja yang terlalu tinggi memberikan risiko sumberdaya menganggur serta biaya memegang kas yang tinggi.

Hipotesis selanjutnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₂. Besaran modal kerja berpengaruh negatif terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan.

4.3 Profitabilitas memediasi pengaruh Pengaruh Besaran modal kerja terhadap

5.2.1 Pertumbuhan Berkelanjutan

Perusahaan untuk pertumbuhan berkelanjutan perlu memprioritaskan sumber pendanaan internal dibandingkan sumber pendanaan eksternal (seperti hutang dan penerbitan saham), karena sumber

pendanaan internal memiliki biaya modal yang lebih rendah. Sumber pendanaan internal berasal dari modal sendiri yang dipengaruhi oleh profitabilitas. Profitabilitas merupakan kinerja jangka pendek, sementara pertumbuhan berkelanjutan merupakan kinerja jangka panjang.

Profitabilitas yang positif memberikan peluang perusahaan untuk menghasilkan dana yang diperlukan tanpa menggunakan sumber eksternal, sehingga mendorong pertumbuhan yang berkelanjutan (Amouzesh *et al.*, 2015; Vasiu & Ilie, 2018). Peluang profitabilitas berasal dari pendapatan, sedangkan pendapatan yang tinggi berasal dari mesin-mesin penghasil pendapatan yaitu investasi dalam aktiva tidak lancar. Proporsi aktiva tidak lancar yang besar membuat besaran modal kerja kecil. Hal ini membuat besaran modal kerja tidak berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan tetapi melalui profitabilitas (Muljono, 2023; Nastiti *et al.*, 2019; Phassawan, 2023; Saleem *et al.*, 2023). Kenaikan profit dapat menaikkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dana dari internal, dengan demikian dapat menaikkan pertumbuhan yang berkelanjutan.

Hipotesis selanjutnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₃. Profitabilitas memediasi pengaruh Besaran modal kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan.

4.4 Pengaruh Pertumbuhan Berkelanjutan terhadap Besaran modal kerja

Pertumbuhan yang berkelanjutan dalam perspektif manajemen keuangan didasarkan pada (1) sumber daya internal perusahaan yang

menawarkannya, (2) kemampuan perusahaan dalam menggunakan sumber daya tersebut, (3) keunggulan kompetitif bagi perusahaan, perusahaan dari sumber daya dan kemampuannya, (4) daya tarik pasar di mana ia bersaing, dan (5) kontribusi inovasi terhadap kinerja keuangan perusahaan. Pertumbuhan berkelanjutan tersebut memerlukan ketersediaan modal kerja baik untuk investasi dan pembiayaan.

Perusahaan dengan pertumbuhan berkelanjutan memberikan nilai perusahaan terkait dengan masa depan. Perusahaan dengan pertumbuhan berkelanjutan selanjutnya memerlukan modal kerja untuk menangkap peluang pertumbuhan. Modal kerja diperlukan sebagai kas untuk kegiatan teknis, penelitian dan perkembangan, berbasis pengetahuan, peluang untuk menginvestasikan pada proyek-proyek untuk keuntungan di masa depan dan inovasi dalam mengatasi persaingan serta mempertahankan keunggulan kompetitif di masa depan. Studi empiris pengaruh pertumbuhan yang berkelanjutan terhadap kinerja modal kerja dikemukakan Barros *et al.* (2022) dan Moin (2023), namun belum tersedia bukti empiris yang menjelaskan pengaruh pertumbuhan berkelanjutan terhadap besaran modal kerja.

Hipotesis selanjutnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₄. Pertumbuhan berkelanjutan berpengaruh negatif terhadap Besaran modal kerja.

4.5 Pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Profitabilitas

Ditinjau dari kinerja modal kerja, manajemen modal kerja yang efisien akan mengurangi biaya-biaya seperti: biaya persediaan, mengendalikan sumberdaya yang berlebih dan menganggur sehingga akan meningkatkan profitabilitas. *Working Capital Turnover Ratio (WCTR)* yang lebih tinggi menunjukkan kinerja yang efisien dan efektif karena perputaran modal kerja yang semakin tinggi akan mendukung profitabilitas. *WCTR* yang lebih tinggi menunjukkan pengelolaan kas yang efisien, sehingga akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Banerjee *et al.*, 2021; Fernández-López *et al.*, 2020; Meah *et al.*, 2021; Tarkom, 2020; Wassie, 2021).

Studi lainnya (Kinasih *et al.*, 2020) menemukan bahwa kinerja modal kerja yang diukur dari *cash conversion cycle (CCC)* berpengaruh positif terhadap profitabilitas yang diukur dari ROA dan berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Siklus Konversi Kas (*Cash Conversion Cycle*) yang lebih pendek atau perputaran kas yang lebih cepat akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas. Perputaran kas yang lebih pendek menunjukkan pengelolaan kas yang efisien, sehingga akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Banerjee *et al.*, 2021; Fernández-López *et al.*, 2020; Meah *et al.*, 2021; Tarkom, 2020; Wassie, 2021).

Hipotesis selanjutnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₅. Kinerja modal kerja berpengaruh positif terhadap Profitabilitas.

4.6 Pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan

Kinerja modal kerja dapat berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan karena manajemen modal kerja yang efisien merupakan sumber keunggulan kompetitif dalam jangka panjang sehingga mendukung pertumbuhan berkelanjutan. Studi pada beberapa tahun terakhir, menemukan pengaruh kinerja modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan (Kinasih *et al.*, 2020; Muljono, 2023; Nastiti *et al.*, 2019; Phassawan, 2023; Saleem *et al.*, 2023). Beberapa studi (Kinasih *et al.*, 2020; Nastiti *et al.*, 2019) menunjukkan bahwa *working capital turnover ratio* (WCTR) dan *cash conversion cycle* (CCC) yang efisien diiringi dengan pertumbuhan yang berkelanjutan yang lebih tinggi.

Studi (Kinasih *et al.*, 2020) menemukan bahwa pengaruh kinerja modal kerja yang diukur dari CCC terhadap pertumbuhan berkelanjutan sebesar -0.0237. Koefisien negatif menunjukkan bahwa semakin rendah *cash conversion cycle* (CCC) yaitu perputaran kas yang pendek (efisien) diiringi dengan pertumbuhan berkelanjutan yang lebih tinggi. Sebaliknya, semakin tinggi *cash conversion cycle* (CCC) yaitu perputaran kas yang panjang (tidak efisien) diiringi dengan pertumbuhan berkelanjutan yang lebih rendah. Sebuah studi (Barros *et al.*, 2022) dilakukan pada 1.394 perusahaan publik AS pada periode 2002-2020 menemukan bahwa pertumbuhan berkelanjutan berpengaruh terhadap manajemen modal kerja yang diukur dari *cash conversion cycle* (CCC). Perusahaan dengan skor pertumbuhan berkelanjutan yang lebih tinggi beroperasi dengan siklus

konversi kas yang lebih pendek. Sebuah studi (Nastiti *et al.*, 2019) melibatkan 136 perusahaan manufaktur yang terdaftar di pasar modal Indonesia dari tahun 2010 hingga 2017 menemukan kinerja modal kerja berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Studi pengaruh kinerja modal kerja yang diukur dari *cash conversion cycle* (CCC) terhadap pertumbuhan berkelanjutan masih terbatas.

Hipotesis selanjutnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₆. Kinerja modal kerja berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan.

4.7 Profitabilitas memediasi pengaruh Pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan

Kinerja Modal Kerja selain berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan juga dapat berpengaruh tidak langsung melalui profitabilitas. Pengelolaan modal kerja yang efisien akan mengurangi biaya, sehingga meningkatkan profitabilitas. Selanjutnya profitabilitas memberikan potensi modal dari modal sendiri, sehingga meningkatkan pertumbuhan berkelanjutan. Studi peran profitabilitas dalam memediasi pengaruh kinerja modal kerja yang diukur dari *working capital turnover ratio* (WCTR) terhadap pertumbuhan berkelanjutan masih terbatas. Studi empiris yang menguji peran profitabilitas dalam memediasi pengaruh kinerja modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan pada umumnya menggunakan ukuran kinerja modal kerja dari *cash conversion cycle* (CCC).

Studi sebelumnya (Nastiti *et al.*, 2019) menemukan bahwa pengaruh modal kerja yang diukur dari *cash conversion cycle* (CCC) terhadap pertumbuhan berkelanjutan sebesar -0.06, sedangkan melalui profitabilitas (ROA) sebesar -0,08. Artinya pengaruh tidak langsung kinerja modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan melalui profitabilitas lebih besar dibandingkan pengaruh langsung kinerja modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Studi lain (Muljono, 2023) pada 156 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2018 -2022 juga menemukan pengaruh manajemen modal kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan melalui profitabilitas. Studi lain pada industri kimia dan manufaktur Pakistan (Saleem *et al.*, 2023) juga menemukan pengaruh manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan bisnis yang berkelanjutan melalui kinerja profitabilitas. Studi lain (Phassawan, 2023) pada perusahaan non keuangan yang listed di pasar modal Thailand juga menemukan pengaruh manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan, dengan peran mediasi profitabilitas. Pengelolaan manajemen modal kerja yang efektif sangat penting untuk meningkatkan kinerja keuangan dan mendorong pertumbuhan bisnis yang berkelanjutan.

Hipotesis selanjutnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H7. Profitabilitas memediasi pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan.

4.8 Pengaruh Pertumbuhan Berkelanjutan terhadap Kinerja Modal Kerja

Pertumbuhan berkelanjutan ditandai dengan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan penjualan (perputaran aset) yang tinggi, hasil yang tinggi, siklus konversi kas yang lebih pendek, beroperasi dengan modal kerja yang lebih sedikit karena investasi, persediaan yang efisien. Dengan cara ini, pertumbuhan yang berkelanjutan juga mempengaruhi pengelolaan modal kerja (Barros *et al.*, 2022; Moin, 2023). Manajemen modal kerja yang efisien baik untuk operasional, investasi dan pembiayaan akan kembali merupakan sumber pertumbuhan yang berkelanjutan.

Studi empiris menunjukkan bahwa pertumbuhan yang berkelanjutan yang tinggi diiringi dengan *working capital turnover ratio* (WCR) dan *cash conversion cycle* (CCC) yang efisien (Barros *et al.*, 2022). Sebuah studi (Barros *et al.*, 2022) dilakukan pada 1.394 perusahaan publik AS pada periode 2002-2020 menemukan bahwa pertumbuhan berkelanjutan berpengaruh terhadap kinerja modal kerja yang diukur dari *cash conversion cycle* (CCC) dan *working capital ratio* (WCRM). Studi (Barros *et al.*, 2022) menemukan pengaruh pertumbuhan berkelanjutan terhadap manajemen modal kerja sebesar $\beta = -0.0003$ sampai -0.0004 . Pengaruh pertumbuhan berkelanjutan terhadap manajemen modal kerja yang negatif menunjukkan semakin tinggi pertumbuhan berkelanjutan diiringi dengan semakin rendah *cash conversion cycle* (CCC) yaitu perputaran kas yang semakin pendek (efisien). Pengaruh modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan tersebut ($\beta = -0.0237, -0.06$) lebih

tinggi dibandingkan pengaruh pertumbuhan berkelanjutan terhadap manajemen modal kerja dalam studi Barros *et al.* (2022) yaitu sebesar $\beta = -0.0003$ sampai -0.0004 . Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan merupakan hubungan resiprokal (timbang balik).

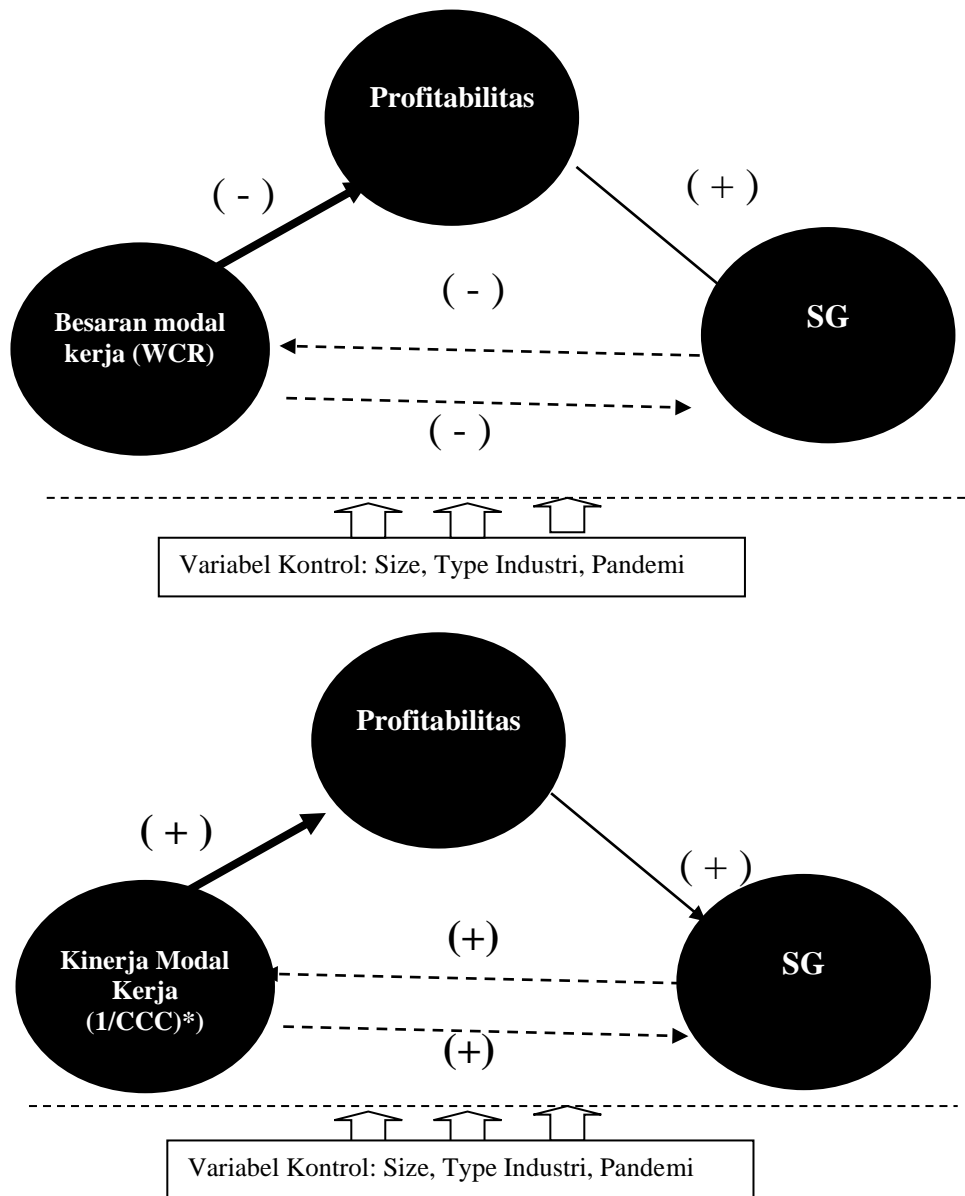
Studi lain (Moin, 2023) melalui pendekatan kuantitatif dilakukan dengan menggunakan 418 data panel pada 38 perusahaan yang terdaftar di Nasdaq Stockholm Swedia antara tahun 2010-2020. Analisis dilakukan dengan bantuan Perangkat lunak Stata. Berbagai uji statistik dilakukan untuk memenuhi semua asumsi klasik OLS. Hasil empiris menunjukkan tidak ada hubungan yang signifikan antara kinerja berkelanjutan perusahaan terhadap CCC. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan berkelanjutan di Swedia tidak beroperasi dengan CCC yang lebih pendek. Temuan terkait WCR menunjukkan adanya hubungan negatif yang signifikan antara WCR dan pertumbuhan berkelanjutan. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan berkelanjutan di Swedia mampu beroperasi dengan WCR (atau kebutuhan uang tunai).

Hipotesis selanjutnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₈. Pertumbuhan Berkelanjutan Berpengaruh positif terhadap Kinerja Modal Kerja.

5. Model Konseptual

Model konseptual penelitian dapat digambarkan sebagai berikut.



Keterangan:

-----> : masih ada kesenjangan, hubungan kausal (sebab-akibat) atau resiprokal

————> : telah diteliti penelitian sebelumnya

————> : banyak diteliti

*) Karena kinerja berkebalikan dengan periode siklus konversi kas (CCC), maka kinerja modal kerja tidak diukur dari CCC tetapi diukur dari 1/CCC.

Gambar 2.1 Model Konseptual

BAB III

METODE PENELITIAN

1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di LQ45 di BEI (Bursa Efek Indonesia) untuk tahun 2014-2022. Sedangkan pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tujuan mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Sampel perusahaan diambil dengan tahapan sebagai berikut:

Tabel 3.1 Proses Seleksi Sampel

	Total Observasi
Jumlah Perusahaan yang terdaftar di LQ45 BEI per Desember tahun 2022	45
Perusahaan bank dan lembaga keuangan	8
Perusahaan non bank dan lembaga keuangan	37
Data tidak lengkap	2
Tersedia data yang lengkap berkaitan dengan variabel penelitian konsisten selama periode penelitian (2014-2022)	35
Sampel Akhir 35 sampel x 9 tahun	315

Sumber: Diolah dari Ringkasan Laporan Kinerja Perusahaan LQ45 Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2022

Jumlah Perusahaan yang terdaftar di LQ45 BEI per Desember tahun 2022 diperoleh 45 perusahaan. Perusahaan *Banking, Credits Agencies Other Than Bank, Securities, Insurance* dikeluarkan dari sampel (8 perusahaan) karena mempunyai karakteristik laporan keuangan yang berbeda, sehingga terdapat 37 perusahaan. Dari sebanyak 37 perusahaan non bank dan lembaga keuangan, sebanyak 2 perusahaan yang mempunyai data yang tidak lengkap

yaitu GOTO dan Bukalapak (BUKA); karena perusahaan ini terdaftar di BEI baru tahun 2019. Sampel akhir penelitian ini adalah 35 perusahaan dan dikalikan 9 tahun; sehingga diperoleh 315 observasi.

Tabel 3.2 Sampel Perusahaan Berdasarkan Sektor Industri

Sektor	Jumlah	Persen
<i>Consumer Cyclicals</i>	2	5.7%
<i>Energy</i>	8	22.9%
<i>Consumer Non-Cyclicals</i>	6	17.1%
<i>Basic Materials</i>	10	28.6%
<i>Industrials</i>	2	5.7%
<i>Technology</i>	1	2.9%
<i>Infrastructures</i>	4	11.4%
<i>Healthcare</i>	2	5.7%
Total pertahun(perusahaan)	35	100%
Total Data tahun 2014-2022= 35 x 9	315	

Sumber: Diolah dari Ringkasan Laporan Kinerja Perusahaan LQ45 Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2022

Daftar perusahaan sampel disajikan dalam Tabel 3.2. Perusahaan non keuangan yang listed di LQ45 Bursa Efek Indonesia yang menjadi sampel penelitian berumur 11 tahun bahkan sampai 118 tahun. Sebagian besar perusahaan yaitu 18 perusahaan (51.4%) berumur 20 tahun -50 tahun. Bahkan sebanyak 11 perusahaan (31.4%) berumur di atas 50 tahun. Sebanyak 6 perusahaan (17.1%) berumur 11 tahun -20 tahun.

Tabel 3.3 Sampel Perusahaan Berdasarkan Umur Perusahaan

No.	Perusahaan	Kode	Berdiri	Listed di BEI	Umur	Sektor
1	Unilever Indonesia Tbk	UNVR	1905	1982	118	Consumer Non-Cyclicals
2	Semen Indonesia (Persero) Tbk.	SMGR	1953	1991	70	Basic Materials
3	Astra International Tbk.	ASII	1957	1990	66	Industrials
4	Timah Tbk.	TINS	1961	1995	62	Basic Materials
5	Perusahaan Gas Negara Tbk.	PGAS	1965	2003	58	Energy
6	Kalbe Farma Tbk.	KLBF	1966	1991	57	Healthcare

No.	Perusahaan	Kode	Berdiri	Listed di BEI	Umur	Sektor
7	Aneka Tambang Tbk.	ANTM	1968	1997	55	Basic Materials
8	Vale Indonesia Tbk.	INCO	1968	1990	55	Basic Materials
9	Japfa Comfeed Indonesia Tbk.	JPFA	1971	1989	52	Consumer Non-Cyclicals
10	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CPIN	1972	1991	51	Consumer Non-Cyclicals
11	United Tractors Tbk.	UNTR	1972	1989	51	Industrials
12	Sido Muncul Tbk.	SIDO	1975	2013	48	Healthcare
13	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.	INKP	1976	1990	47	Basic Materials
14	AKR Corporindo Tbk.	AKRA	1977	1994	46	Energy
15	Barito Pacific Tbk.	BRPT	1979	1993	44	Basic Materials
16	Medco Energi Internasional Tbk.	MEDC	1980	1994	43	Energy
17	Bukit Asam Tbk.	PTBA	1981	2002	42	Energy
18	Elang Mahkota Teknologi Tbk.	EMTK	1983	2010	40	Technology
19	Chandra Asri Petrochemical Tbk.	TPIA	1984	1996	39	Basic Materials
20	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.	INTP	1985	1989	38	Basic Materials
21	Indo Tambangraya Megah Tbk.	ITMG	1987	2007	36	Energy
22	Sumber Alfaria Trijaya Tbk.	AMRT	1989	2009	34	Consumer Non-Cyclicals
23	XL Axiata Tbk.	EXCL	1989	2005	34	Infrastructures
24	Indofood Sukses Makmur Tbk.	INDF	1990	1994	33	Consumer Non-Cyclicals
25	Telkom Indonesia (Persero) Tbk.	TLKM	1991	1995	32	Infrastructures
26	Ace Hardware Indonesia Tbk.	ACES	1995	2007	28	Consumer Cyclicals
27	Harum Energy Tbk.	HRUM	1995	2010	28	Energy
28	Surya Citra Media Tbk.	SCMA	1999	2002	24	Consumer Cyclicals
29	Indika Energy Tbk.	INDY	2000	2008	23	Energy
30	Adaro Energy Tbk.	ADRO	2004	2008	19	Energy
31	Saratoga Investama Sedaya Tbk.	TBIG	2004	2010	19	Infrastructures
32	Surya Esa Perkasa Tbk.	ESSA	2006	2012	17	Basic Materials
33	Tower Bersama Infrastructure Tbk.	TOWR	2008	2010	15	Infrastructures
34	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.	ICBP	2009	2010	14	Consumer Non-Cyclicals
35	Merdeka Copper Gold Tbk.	MDKA	2012	2014	12	Basic Materials

Sumber: Diolah dari Ringkasan Laporan Kinerja Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar LQ45 Bursa Efek Indonesia per Januari 2023

2. Data dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang terdiri dari:

- a. Laporan Keuangan dan Laporan Tahunan Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2022 yang di download secara *online* www.idx.co.id.

- b. Ringkasan Laporan Keuangan perusahaan yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2014-2022.

3. Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini yaitu: pertumbuhan yang berkelanjutan, profitabilitas, besaran modal kerja dan kinerja modal kerja, serta size, pandemi dan industri sebagai variable control.

3.1. Pertumbuhan Berkelanjutan

Pertumbuhan berkelanjutan (*sustainable growth*) adalah kemampuan perusahaan untuk bertahan hidup dan memberikan nilai bagi lingkungan dalam jangka panjang. Pertumbuhan berkelanjutan diukur dari perspektif keuangan yaitu ditinjau dari pertumbuhan bisnis yang dikembangkan Higgins (2007) yang dikenal dengan *sustainable growth rate (SG)*. SG adalah tingkat optimum dimana perusahaan dapat terus mengalami pertumbuhan tanpa kehabisan sumber daya keuangan. Konsep awal pengukuran pertumbuhan berkelanjutan (*sustainable growth rate/SG*) dikemukakan oleh Higgins (1977) dan Van Horne (1987). SG tersebut merupakan ukuran pertumbuhan yang komprehensif yaitu terdiri dari kombinasi elemen keuangan (tingkat retensi dan struktur modal) dan elemen operasi (efisiensi aset dan profit margin).

Pengukuran pertumbuhan berkelanjutan (*sustainable growth*) menggunakan indikator *Sustainable Growth Rate* dari Higgins (1997) sebagai berikut:

$$SG = NPM \times ATR \times RR \times LEV$$

Dimana: SG= *Sustainable Growth Rate*, NPM= *Net Profit Margin*, ATR= *Asset Turn Over*, RR= *Retention Rate* (dana cadangan) atau tingkat laba yang ditahan merupakan rasio yang menunjukkan tingkat keuntungan yang tidak dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, LEV= *Leverage* diukur dari rasio perbandingan total hutang dengan total asset.

3.2. Profitabilitas

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Penelitian ini menggunakan rasio *Return on Assets* (ROA) untuk mengukur profitabilitas. ROA digunakan karena banyak digunakan oleh penelitian sebelumnya, serta lebih banyak ditemukan dipengaruhi signifikan oleh manajemen modal kerja dibanding indikator yang lain seperti: *Return on Equity* (ROE) (Nwude *et al.*, 2021: Akbar *et al.*, 2021: Meah *et al.*, 2021: Rey-Ares *et al.*, 2021). Alasan lainnya karena ROA merupakan rasio juga menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba atas pemanfaatan dan penggunaan aset-aset yang dimiliki perusahaan dalam operasional perusahaan. Rasio ini dihitung dengan membagi laba bersih dengan total aktiva. *Return on Assets* (ROA) dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Return on Assets (ROA)} = \frac{\text{Laba Bersih setelah pajak}}{\text{Total Aset}}$$

3.3. Besaran modal kerja

Modal kerja adalah investasi perusahaan pada aktiva jangka pendek atau aktiva lancar yang terdiri dari komponen: kas, sekuritas yang mudah dipasarkan, piutang usaha yang menghasilkan *current income*, dan persediaan. Besaran modal kerja yang juga disebut working capital ratio (WCR) (Z. Wang & Akbar, 2020) merupakan tinggi rendahnya proporsi aktiva lancar dibanding total asetnya. Beberapa peneliti (Nwude *et al.*, 2021; Meah *et al.*, 2021; Pestonji & Wichitsathian, 2019) menggunakan *working capital* (WCR) untuk mengukur besaran modal kerja yang merupakan perbandingan proporsi aktiva lancar terhadap total aktiva. Semakin besar WCR menunjukkan semakin besar proporsi aktiva lancar terhadap total aktiva. Semakin kecil WCR menunjukkan semakin besar proporsi aktiva tidak lancar terhadap total aktiva lancarnya. Selanjutnya penelitian ini menggunakan indikator Besaran modal kerja yang digunakan penelitian sebelumnya tersebut (Z. Wang & Akbar, 2020):

$$\text{Besaran modal kerja (WCR)} = \frac{\text{Total Current Assets}}{\text{Total Assets}}$$

3.4. Kinerja Modal Kerja

Kinerja modal kerja yaitu proses (kinerja proses) dan hasil (kinerja output) yang dicapai dari pengelolaan modal kerja. Kinerja modal kerja diukur dari efisiensi dalam pengelolaan modal kerja. Penelitian ini menggunakan ukuran kinerja modal kerja dengan *Cash conversion cycle* (CCC).

Beberapa peneliti lain (Meah *et al.*, 2021; Banerjee *et al.*, 2021; Wassie, 2021; Tarkom, 2020; Fernández-López *et al.*, 2020) menggunakan siklus konversi kas atau dikenal dengan *Cash conversion cycle* (CCC) sebagai salah satu ukuran kinerja modal kerja yaitu:

$$\text{Cash conversion cycle (CCC)} = \text{DIO} + \text{DSO} - \text{DPO}$$

$$\text{Days in inventory outstanding (DIO)} = \frac{\text{average inventory}}{\text{cost of goods sold}} \times 365$$

$$\text{Days in sales outstanding (DSO)} = \frac{\text{Average Receivables} \times 365}{\text{Sales}}$$

$$\text{Days in payables outstanding (DPO)} = \frac{\text{Average Payables} \times 365}{\text{Cost of Goods Sold}}$$

Karena kinerja berkebalikan dengan CCC, yaitu semakin panjang siklus konversi kas (CCC) maka akan semakin tidak baik, maka kinerja modal kerja tidak diukur dari CCC tetapi diukur dari $1/\text{CCC}$.

3.5. Variabel Kontrol

a. Size

Ukuran perusahaan (Size) adalah tingkat besar-kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan dapat ditinjau dari: total aktiva, total penjualan dan nilai kapitalisasi pasar. Penelitian ini menggunakan ukuran perusahaan dari besarnya total asset, karena total asset relatif stabil dan digunakan riset sejenis (Kinasih *et al.*, 2020)(Moussa, 2019). Penelitian ini menggunakan ukuran perusahaan logaritma natural (Ln) karena besarnya *total asset* memiliki selisih yang besar sehingga dapat menyebabkan data esktrim. Ukuran perusahaan (size) dalam penelitian ini diukur oleh logaritma natural dari *total asset*.

SIZE = Ln (Total Assets)

b. Tipe Industri

Tipe industri yaitu pengelompokan perusahaan dalam sektor industri yang sama. Variabel ini digunakan untuk mengontrol profitabilitas dan pertumbuhan berkelanjutan bukan disebabkan oleh pertumbuhan sektor, namun oleh variabel bebas yang diuji dalam penelitian ini. Tipe industri diukur dengan menggunakan variabel dummy, berdasarkan data sektor industri di data *Indonesian Capital Market Directory*. Jenis industri yang dipakai penelitian ini terdiri dari sektor: barang non primer (*consumer cyclicals*) (kode=1), barang primer (*consumer non-cyclicals*) (kode=2), energi (*energy*) (kode=3), bahan baku (*basic materials*) (kode=4), industri (*industrials*) (kode=5), teknologi (*technology*) (kode=6), infrastruktur (*infrastructures*) (kode=7) dan kesehatan (*healthcare*) (kode=8).

c. Pandemi

Variabel Pandemi untuk mewakili karakteristik lingkungan yang menjadi konteks penelitian. Variabel Pandemi diukur dengan menggunakan variabel dummy yaitu periode 2020-2021 sebagai variabel pandemi (kode=1), dan periode tahun 2014-2019, 2002 sebagai periode tidak pandemi (kode=0)

4. Pengujian Hipotesis

4.1 Uji Prasyarat Analisis

1.1.1. Uji Stationeritas Data

Sebelum analisis dilakukan, langkah awal yang perlu dilakukan terlebih dahulu adalah mengetahui apakah variabel yang digunakan stasioner (mempunyai rata-rata dan varian yang sama) atau tidak. Bila data tidak stasioner maka akan diperoleh regresi yang palsu (*spurious*), di mana timbul fenomena autokorelasi sehingga hasil regresi tidak dapat digeneralisasi untuk waktu yang berbeda. Pengujian stasioneritas data dilakukan dengan uji akar unit (*unit root test*) pada data panel menggunakan *Levin-Lin test*.

1.1.2. Uji Multikolieritas

Uji Multikolieritas digunakan untuk menguji ada tidaknya korelasi tinggi antara variabel bebas dalam model. Uji Multikolieritas menggunakan uji korelasi. Jika ada korelasi tinggi (> 0.7) antara variabel bebas menunjukkan ada masalah bias multikolinieritas dalam model.

1.1.3. Pemilihan Model Data Panel

Dalam analisis model data panel dikenal tiga macam pendekatan estimasi yaitu pendekatan kuadrat terkecil (*common effect*), pendekatan efek tetap (*fixed effect*) dan pendekatan efek acak (*random effect*) (Verbeek, 2004: 345). Pemilihan model tersebut bertujuan agar pendekatan yang dipilih cocok dengan tujuan penelitian dan karakteristik data sehingga proses estimasi memberikan hasil yang lebih tepat. Pemilihan model estimasi data panel (*common effect*,

fixed effect, random effect) menggunakan Uji *Lagrange Multiplier* (LM) dan uji Hausman.

1.1.4. Uji Endogenitas

Identifikasi Persamaan yaitu apakah persamaan menggunakan OLS (*Ordinary Least Square*) atau TSLS (*Two Stage Least Square*). Permasalahan identifikasi ini harus dapat diselesaikan sebelum melanjutkan ke tahap proses estimasi parameter dan analisa selanjutnya. Penyelesaian masalah identifikasi dilakukan untuk memastikan bahwa estimasi parameter persamaan struktural dapat diperoleh dari koefisien estimasi *reduced form*. Apabila permasalahan identifikasi ini dapat terselesaikan, maka persamaan tersebut dapat teridentifikasi, namun apabila permasalahan identifikasi ini tidak dapat terselesaikan, maka persamaan tersebut tidak dapat diidentifikasi. Teridentifikasi atau tidaknya sebuah persamaan, dapat mempengaruhi metode apa yang nantinya akan digunakan untuk mengolah data.

Pengujian yang dilakukan adalah pengujian dalam kondisi order dimana pengujian ini merupakan syarat perlu, dan pengujian dalam kondisi *rank* dimana pengujian ini merupakan syarat cukup. Untuk menguji sebuah persamaan dalam kondisi order, suatu persamaan dikatakan dapat teridentifikasi apabila persamaan tersebut memenuhi syarat sebagai berikut:

$$(K-k) (m-1)$$

Dimana :

K : Jumlah variabel yang ditetapkan (*predetermined variable*) dalam Model

k : Jumlah *predetermined* variable dalam persamaan yang akan diestimasi

m : Jumlah variabel endogen dalam persamaan yang akan diestimasi

Ketentuan dari penyelesaian identifikasi dalam kondisi order adalah sebagai berikut:

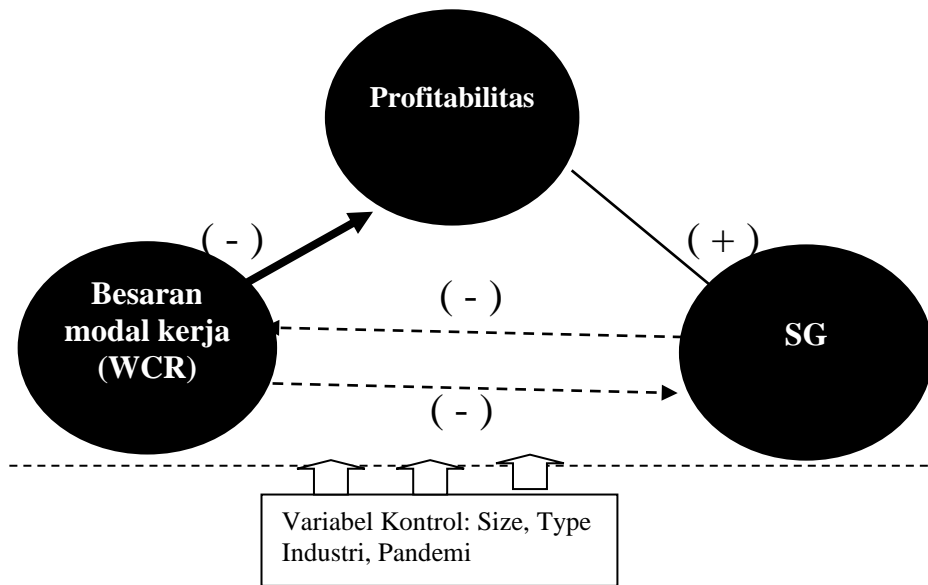
a. Jika $(K-k) < (m-1)$, maka artinya persamaan tidak dapat teridentifikasi

b. Jika $(K-k) = (m-1)$, maka artinya persamaan tersebut *exactly identified*.

c. Jika $(K-k) > (m-1)$, maka artinya persamaan tersebut *over identified*.

4.2 Pengujian Hipotesis berbasis Besaran modal kerja

Pengujian hipotesis berbasis besaran modal kerja yaitu menguji hubungan ketiga variabel antara besaran modal kerja dengan profitabilitas dan pertumbuhan berkelanjutan. Pengujian hipotesis berbasis Besaran modal kerja terdiri dari 4 hipotesis, yaitu sebanyak 3 hipotesis bersifat hubungan langsung, sebanyak 1 hipotesis merupakan hubungan langsung atau melalui peran variabel mediasi. Model persamaan structural hubungan antara besaran modal kerja dengan profitabilitas dan pertumbuhan berkelanjutan dapat digambarkan dalam persamaan sebagai berikut:



Gambar 3.1 Pengujian Hipotesis berbasis Besaran modal kerja

Berdasarkan bab sebelumnya, maka hipotesis dapat dirangkum seperti tampak pada tabel berikut ini:

Tabel 3.4 Rangkuman Hipotesis Berbasis Besaran modal kerja

Hipotesis ke-	Hipotesis
H ₁	Besaran modal kerja berpengaruh negatif terhadap Profitabilitas.
H ₂	Besaran modal kerja berpengaruh negatif terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan.
H ₃	Profitabilitas memediasi pengaruh besaran modal kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan.
H ₄	Pertumbuhan berkelanjutan berpengaruh negatif terhadap besaran modal kerja.

$$ROA = \beta_0 - \beta_1 WCR + \beta_2 Size + \beta_3 Ind + \beta_4 PAN + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$SG = \alpha_0 - \alpha_1 WCR + \alpha_2 Size + \alpha_3 Ind + \alpha_4 PAN + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$SG = \delta_0 + \delta_1 ROA + \delta_2 Size + \delta_3 Ind + \delta_4 PAN + \varepsilon_3; ROA = \beta_0 - \beta_1 WCR + \beta_2 Size + \beta_3 Ind + \beta_4 PAN + \varepsilon_1 \quad (3)$$

$$WCR = \gamma_0 - \gamma_1 SG + \gamma_2 Size + \gamma_3 Ind + \gamma_4 PAN + \varepsilon_4 \quad (4)$$

Dimana:

ROA= *Return on Asset*,

SG= *Pertumbuhan Berkelanjutan*,

WCR = *besaran modal kerja*,

Size= *ukuran perusahaan yang diukur dari logaritma total asset*, Type= *sektor industri*,

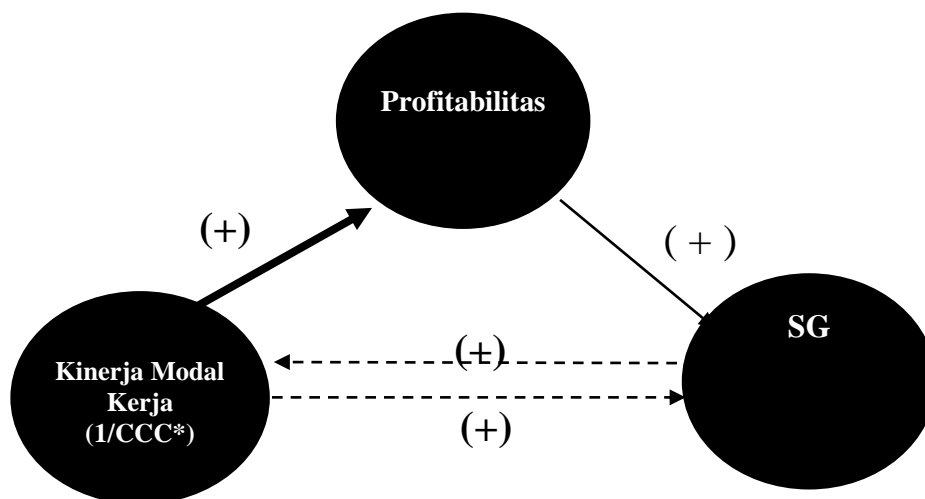
PAN= *variabel dummy (1= Pandemi, 0= tidak pandemi)*,

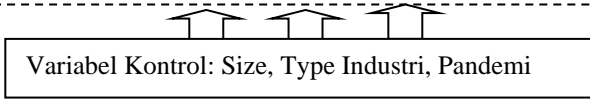
$\beta_0, \alpha_0, \delta_0, \gamma_0 = \text{intercept}$, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \delta_1, \delta_2, \delta_3, \delta_4, \gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4 = \text{slope}$,

$\varepsilon = \text{error}$

4.3 Pengujian Hipotesis berbasis Kinerja MK

Pengujian hipotesis berbasis kinerja modal kerja yaitu menguji hubungan ketiga variabel antara besaran modal kerja dengan profitabilitas dan pertumbuhan berkelanjutan. Pengujian hipotesis berbasis besaran modal kerja terdiri dari 4 hipotesis, yaitu sebanyak 3 hipotesis bersifat hubungan langsung, sebanyak 1 hipotesis merupakan hubungan langsung atau melalui peran variabel mediasi. Model persamaan struktural hubungan antara kinerja modal kerja dengan profitabilitas dan pertumbuhan berkelanjutan dapat digambarkan dalam persamaan sebagai berikut:




 Variabel Kontrol: Size, Type Industri, Pandemi

1 3.2 Pengujian Hipotesis berbasis Kinerja modal kerja

Keterangan: *) Karena kinerja berkebalikan dengan periode siklus konversi kas (CCC), maka kinerja modal kerja tidak diukur dari CCC tetapi diukur dari 1/CCC.

Berdasarkan bab sebelumnya, maka hipotesis dapat dirangkum seperti tampak pada tabel berikut ini:

Tabel 3.5 Rangkuman Hipotesis Berbasis Kinerja Modal Kerja

Hipotesis ke-	Hipotesis
H ₅	Kinerja modal kerja berpengaruh positif terhadap Profitabilitas.
H ₆	Kinerja modal kerja berpengaruh positif terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan.
H ₇	Profitabilitas memediasi pengaruh Pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan.
H ₈	Pertumbuhan Berkelanjutan Berpengaruh Positif Terhadap Kinerja Modal Kerja.

$$ROA = \varphi_0 + \varphi_1 1/CCC + \varphi_2 \text{Size} + \varphi_3 \text{Ind} + \varphi_4 \text{PAN} + \varepsilon_5 \quad (5)$$

$$SG = \pi_0 + \pi_1 1/CCC + \pi_2 \text{Size} + \pi_3 \text{Ind} + \pi_4 \text{PAN} + \varepsilon_6 \quad (6)$$

$$SG = \tau_0 + \tau_1 ROA + \tau_2 \text{Size} + \tau_3 \text{Ind} + \tau_4 \text{PAN} + \varepsilon_7; ROA = \varphi_0 + \varphi_1 1/CCC + \varphi_2 \text{Size} + \varphi_3 \text{Ind} + \varphi_4 \text{PAN} + \varepsilon_5 \quad (7)$$

$$1/CCC = \sigma_0 - \sigma_1 SG + \sigma_2 \text{Size} + \sigma_3 \text{Ind} + \sigma_4 \text{PAN} + \varepsilon_8 \quad (8)$$

Dimana:

ROA = *Return on Asset*,

SG = *Pertumbuhan Berkelanjutan*,

WCTR = *Working Capital Turnover Ratio*,

1/CCC = kinerja modal kerja

Size = ukuran perusahaan yang diukur dari logaritma total asset,

Type = sektor industri,

PAN = variabel *dummy* (1 = Pandemi, 0 = tidak pandemi),

$\eta, \varphi, \kappa, \tau, \mu, \sigma$ = *intercept; slope*

ε = *error*.

4.4 Pengujian Persamaan Resiprokral

Hubungan resiprokal (timbang balik) atau hubungan simultan antara variabel dependen dan variabel independen yang membuat perbedaan antara variabel dependen dan variabel penjelas menjadi bias, sehingga perlu dilakukan uji simultanitas Hausman (uji endogenitas Hausman). Uji simultanitas Hausman (uji endogenitas Hausman) untuk mengetahui apakah terjadi suatu masalah endogenitas (simultanitas) atau tidak dengan cara memperhatikan korelasi antara galat stokastik persamaan struktural (u_t) dengan galat stokastik persamaan *reduced form* (v_t). Agar hasil estimasi parameter yang dilakukan tidak bias, serta karena tidak semua masalah simultanitas dapat diselesaikan, parameter atau model persamaan struktural yang digunakan harus memiliki kondisi teridentifikasi (*identified*). Permasalahan identifikasi dari beberapa persamaan simultan diatasi dengan memasukkan variable eksogen ke dalam masing-masing fungsi untuk memberikan informasi tambahan.

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel penelitian terdiri dari: *Sustainable Growth Rate* (SG), *Return on Asset* (ROA), besaran modal kerja (WCR), dan kinerja modal kerja (1/CCC). Variabel kontrol terdiri dari: ukuran perusahaan (*Size*), industri (industri) dan pandemi (Pand). Selanjutnya, akan dideskripsikan data berkaitan dengan variabel penelitian.

Tabel 4.1 Rangkuman Variabel Penelitian selama Tahun 2014-2022

	SG (%)	ROA(%)	WCR(x)	1/CCC (hari)
Mean	0,22	8,08	0,40	0,001
Std. Dev.	0,28	8,13	0,16	0,397
Maximum	2,91	38,16	0,77	1,762
Minimum	-0,26	-13,36	0,04	-5,322

Sumber: Lampiran 4, hlm. 137

Nilai *Sustainable Growth* dilihat dari rata-rata senilai 0,22%, menunjukkan bahwa pertumbuhan berkelanjutan perusahaan dalam kondisi yang positif (baik). SG positif menunjukkan rata-rata perusahaan menggunakan modal sendiri sebagai sumber pertumbuhan dibandingkan hutang atau modal. Nilai standar deviasi 0,28 menunjukkan SG bervariasi antara $0,22 \pm 0,28$. SG paling tinggi sebesar 2,91 (positif). SG paling rendah sebesar -0,26 (negatif) yang disebabkan oleh profit margin yang negatif (lihat Lampiran 3). Profit margin yang negatif membatasi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan sumber pertumbuhan dari modal sendiri.

Ditinjau dari profitabilitas, rata-rata ROA adalah positif sebesar 8,08%, menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan mempunyai laba positif (baik) selama periode tahun 2014-2022. Rata-rata ROA sebesar 8,08% mempunyai arti kemampuan perusahaan menciptakan laba bersih setelah pajak perusahaan adalah 8,08% dari total asetnya. Nilai standar deviasi 8,13 menunjukkan ROA bervariasi antara $8,08 \pm 8,13\%$. Variasi ROA (8,13%) lebih besar dari nilai rata-ratanya (8,08%). ROA bervariasi antara -0,05% (-0,05%=8,08% - 8,13%) sampai dengan 16,48 (16,21%=8,08% + 8,13%). ROA negatif terutama terjadi pada tahun 2021 selama pandemi. SG paling tinggi sebesar 38.16 (positif). SG paling rendah sebesar -13.36 (negatif).

Ditinjau dari besaran modal kerja, rata-rata WCR besaran modal kerja yaitu rasio aktiva lancar terhadap *total asset* (WCR) selama sembilan tahun (2014-2022) adalah sebesar 40%, sehingga modal kerja cukup baik dalam menjamin kegiatan operasional perusahaan. Dengan kata lain, setiap 0,40 unit aset lancar berbanding dengan satu unit total asset. Proporsi aktiva lancar dibandingkan aset tidak lancar adalah 40% dibanding 60%. Hal ini mempunyai arti bahwa jumlah rata-rata harta kekayaan perusahaan dalam bentuk aktiva lancar adalah 40%, yaitu dalam bentuk seperti kas, simpanan di Bank (investasi lancar), piutang, persediaan, uang muka beban dibayar dimuka dan piutang lain-lain. Sedangkan sisanya sebesar 60% adalah merupakan kekayaan dalam bentuk aktiva tidak lancar seperti peralatan, mesin, tanah bangunan gedung, kendaraan, inventaris kantor dan sarana fisik lainnya. Rata-rata aktiva lancar perusahaan (40%) tersebut lebih rendah

dibandingkan rata-rata aktiva lancar perusahaan (60%). Nilai standar deviasi 0,16 WCR bervariasi antara $0,40 \pm 0,16$ atau WCR bervariasi antara $0,24x$ ($0,24=0,40 - 0,16$) sampai dengan $0,56x$ ($0,56=0,40 + 0,16$). WCR paling tinggi sebesar $0,77x$ menunjukkan bahwa rata-rata aktiva lancar perusahaan adalah 77% dibandingkan total aktiva. WCR paling rendah sebesar 0,04 menunjukkan bahwa rata-rata aktiva lancar perusahaan adalah 4% dibandingkan total aktiva.

Ditinjau dari kinerja modal kerja, rata-rata kinerja modal kerja ($1/CCC$) perusahaan adalah 0,001 hari. Nilai yang positif menunjukkan kinerja modal kerja yang efisien. Nilai standar deviasi 0,397 hari menunjukkan variasi kinerja modal kerja (0,397 hari) lebih besar dari rata-rata kinerja (0,001 hari). Kinerja modal kerja paling tinggi sebesar 1,762 hari. Kinerja modal kerja paling rendah sebesar -5.322 hari. Nilai kinerja modal kerja negatif berarti waktu yang digunakan perusahaan untuk menahan kewajiban yang harus dibayarnya lebih lama dibandingkan waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk menagih piutang dan waktu yang dibutuhkan barang untuk ada di gudang. Siklus konversi kas (CCC) adalah metrik yang menyatakan lamanya waktu (dalam hari) yang diperlukan perusahaan untuk mengubah investasinya dalam inventaris dan sumber daya lainnya menjadi arus kas dari penjualan. Metrik ini memperhitungkan waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk menjual inventarisnya (DIO), waktu yang diperlukan perusahaan untuk menagih piutang (DSO), dan waktu perusahaan diperbolehkan membayar tagihannya tanpa dikenakan denda apa pun (DPO). CCC atau siklus konversi

kas (*cash conversion cycle*) merupakan penjumlahan waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk menagih piutang, ditambah waktu yang dibutuhkan barang untuk ada di gudang, dikurangi waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk melunasi kewajiban utangnya.

2. Uji Prasyarat Analisis

2.1 Uji Stasioner Data

Pengujian stasioneritas data dilakukan dengan uji akar unit (*unit root test*) pada data panel menggunakan *Levin-Lin test*. Dengan bantuan program Eviews, dilakukan uji akar unit untuk mengetahui apakah data tersedia stasioner atau tidak. Adapun uji stasioner ADF masing-masing variabel ditunjukkan oleh tabel berikut:

Tabel 4.2 Rangkuman Uji Stasioneritas Data

	<i>Levin, Lin & Chu t</i>	
	<i>Statistic</i>	<i>p-value</i>
SG	-4,14679	0,0000
ROA	-1,40209	0,0804
WCR	-7,99639	0,0000
1/CCC	-106,220	0,0000

Sumber: Lampiran 5, hlm. 138-140

Berdasarkan rangkuman pada Tabel 4.2, dapat diketahui nilai prob *Levin, Lin & Chu t*, dapat diketahui bahwa variabel SG, WCR, WCRT, dan 1/CCC mempunyai nilai prob lebih kecil dari 0,05 (5%) yang menunjukkan bahwa data stasioner pada level 5%, sedangkan variabel ROA mempunyai nilai prob *Levin, Lin & Chu t* lebih besar dari 0,05 (5%) tetapi masih lebih kecil dari 10% sehingga menunjukkan bahwa data stasioner pada level 10%.

2.2 Uji Multikolinearitas Variabel

Pengujian Multikolinieritas data juga dapat dilihat dari nilai korelasi antar variabel bebas. Tabel berikut menjelaskan hubungan antara variabel. Nilai koefisien korelasi antara (positif/negatif) 0 sampai dengan 0,333 menunjukkan korelasi lemah. Nilai koefisien korelasi antara (positif/negatif) 0,334 - 0,667 menunjukkan korelasi sedang. Nilai koefisien korelasi antara (positif/negatif) 0,667-1 menunjukkan korelasi kuat. Tabel 4.3 menjelaskan bahwa korelasi antara variabel seluruhnya di bawah 0,5 sehingga tidak ada korelasi tinggi (kuat) antar variabel.

Tabel 4.3 Hubungan Antar Variabel

	SG	ROA	WCR	1/CCC
SG	1,000	0,189	-0,006	0,017
ROA	0,189	1,000	0,347	0,103
WCR	-0,006	0,347	1,000	0,084
1/CCC	0,017	0,103	0,084	1,000

Sumber: Lampiran 5, Hlm. 140

2.3 Pemilihan Model Data Panel

Hasil Uji Prasyarat Analisis menunjukkan bahwa data secara individual stasioner. Berdasarkan uraian diatas, maka uji resiprokral menggunakan uji *Two Stage Least Square (TSLS)*. Hasil pengujian EViews persamaan pertumbuhan berkelanjutan dapat disajikan dalam Tabel 4.4.

Tabel 4.4 Perbandingan Model *Common Effect*, *Fixed Effect* dan *Random Effect*

	<i>LM-test</i>		<i>Hausman Test</i>	
	<i>Breusch-Pagan</i>		<i>Chi-Sq. Statistic</i>	
Persamaan ke-1	385,38	0,00	0,00	1,00

Persamaan ke-2	89,15	0,00	4,73	0,19
Persamaan ke-3	64,28	0,00	0,00	1,00
Persamaan ke-4	738,44	0,00	2,51	0,64
Persamaan ke-5	331,79	0,00	5,87	0,12
Persamaan ke-6	59,82	0,00	5,85	0,12
Persamaan ke-7	64,28	0,00	0,00	1,00
Persamaan ke-8	191,86	0,00	0,00	1,00

Sumber: Lampiran 6 (Hlm.141-144)

Estimasi model dilakukan untuk membandingkan model *Common Effect Model (CEM)*, *Fixed Effect Model (FEM)* dan *Random Effect Model (REM)*. Hasil uji *Lagrange Multiplier (LM)* diperoleh nilai *p-value* X^2 *Breusch-Pagan (p)-test* semua model $<0,05$. Hal ini berarti estimasi yang tepat untuk regresi data panel adalah metode *random effects* daripada metode *common effects*. Hasil uji Hausman diperoleh berdasarkan nilai *Prob. Chi-Sq. Statistic (p)* semua model $> 0,05$, *Cross-section test variance* valid sehingga penelitian ini menggunakan pendekatan model metode *random effects* lebih tepat dibandingkan metode *fixed effects*.

Berdasarkan uji *Lagrange Multiplier* dapat diketahui bahwa model *random effects (REM)* lebih baik dari model regresi data panel tanpa variable *dummy (common effects model (CEM))*. Berdasarkan uji *Hausman Hausman statistic* diperoleh hasil bahwa residual persamaan panel tidak berkorelasi dengan variabel bebasnya yang berarti *random effects model (REM)* lebih baik dibandingkan *fixed effects model (FEM)*. Pendekatan *random effects model (REM)* memperbaiki efisiensi proses *least square* dengan memperhitungkan *error* dari *cross section* dan *time series*. Metode efek

random tidak menggunakan variabel semu, namun menggunakan residual yang diduga memiliki hubungan antar waktu dan antar perusahaan. Dalam model *Random Effect*, intersep dianggap sebagai variabel acak/random yang punya nilai rata-rata.

2.4 Uji Endogenitas

Uji Endogenitas *Durbin-Wu-Hausman* digunakan untuk menentukan apakah regresi endogen dalam model persamaan simultan benar-benar endogen. Model persamaan simultan mencakup variabel endogen dan eksogen. Keputusan untuk model resiprokal yaitu mengambil variabel SG, WCR dan 1/CCC sebagai variabel eksogen sekaligus endogen tersebut bergantung pada pertimbangan teoritis. Namun, ada kemungkinan bahwa regresi yang dianggap endogen dalam model mungkin juga eksogen pada kenyataannya. Oleh karena itu, pengujian ini menentukan apakah regressor yang diasumsikan endogen dalam model benar-benar endogen atau tidak. Jika pengujian menunjukkan bahwa variabel-variabel tersebut bersifat eksogen, maka model persamaan simultan tidak diperlukan. Oleh karena itu, persamaan yang diberikan dapat diestimasi dengan menggunakan *Ordinary Least Squares* (OLS) karena persamaan tersebut akan memberikan hasil yang efisien dan konsisten. Jika regressor benar-benar endogen, model persamaan simultan seperti *Two Stage Least Squares* (2SLS) harus digunakan karena estimasi OLS akan menjadi bias dan tidak konsisten.

Langkah pertama adalah identifikasi persamaan simultan. Pada persamaan besaran modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan, variabel endogen dalam model (M) berjumlah 2 variabel. Variabel endogen dalam dalam persamaan yang akan diestimasi (m)= 1 variabel. Jumlah variabel yang ditetapkan (*predetermined variable*) dalam Model (K) = 5 variabel. Jumlah *predetermined variable* dalam persamaan yang akan diestimasi (k)= 4 variabel.

$$(K-k) (M-m)$$

$$(5-4) = (2-1)$$

Maka maka artinya persamaan tersebut *exactly identified*.

Tabel 4.5 Identifikasi Persamaan Simultan

Persamaan	Variabel	Tipe Variabel	Hausman Test		
			X ²	p	
Simultan ke-1	Persamaan ke-2	SG	<i>dependent</i>	4,73	0,19
		WCR	<i>predictor & instrumental</i>		
		Size	<i>predictor & instrumental</i>		
		Industri	<i>predictor & instrumental</i>		
		Pandemi	<i>predictor & instrumental</i>		
Simultan ke-1	Persamaan ke-4	1/CCC	<i>instrumental</i>	2,51	0,64
		WCR	<i>dependent</i>		
		SG	<i>predictor & instrumental</i>		
		Size	<i>predictor & instrumental</i>		
		Industri	<i>predictor & instrumental</i>		
Simultan ke-1	Persamaan ke-6	Pandemi	<i>predictor & instrumental</i>	5,85	0,12
		WCR	<i>instrumental</i>		
		SG	<i>dependent</i>		
		1/CCC	<i>predictor & instrumental</i>		
		Size	<i>predictor & instrumental</i>		
Simultan ke-1	Persamaan ke-8	Industri	<i>predictor & instrumental</i>	0,00	1,00
		Pandemi	<i>predictor & instrumental</i>		
		Size	<i>predictor & instrumental</i>		
		SG	<i>predictor & instrumental</i>		
		1/CCC	<i>dependent</i>		

Sumber: Lampiran 6 (Hlm.141-144)

Pada persamaan kinerja modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan, variabel endogen dalam model (M) berjumlah 2 variabel. Variabel endogen dalam persamaan yang akan diestimasi (m)= 1 variabel. Jumlah variabel yang ditetapkan (*predetermined variable*) dalam Model (K) = 5 variabel. Jumlah *predetermined variable* dalam persamaan yang akan diestimasi (k)= 4 variabel.

$$(K-k) (M-m)$$

$$(5-4) > (2-1)$$

Maka artinya persamaan tersebut *exactly identified*.

Sehingga persamaan yang tepat adalah persamaan TSLS bukan OLS.

Langkah berikutnya adalah pengujian Endogenitas *Durbin-Wu-Hausman*.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa hipotesis nol dapat ditolak karena *p-value* > 0,05 untuk keempat persamaan. Oleh karena itu, kita dapat menyimpulkan bahwa estimasi model 2SLS sudah tepat.

3. Hasil Uji Hipotesis

Hasil pengujian regresi dapat dirangkum dalam tabel 4.6 dan Tabel 4.7 sebagai berikut.

Tabel 4.6 Rangkuman Hasil Pengujian Persamaan Besaran Modal Kerja, Profitabilitas dan Pertumbuhan Berkelanjutan

$$ROA = 25,435 + 15,667*WCR - 3,126*SIZE + 0,360*IND - 1,921*PAN$$

$$SG = -0,412 + 0,140*WCR + 0,068*SIZE - 0,001*IND + 0,465*PAN$$

$$WCR = 2,019 + 0,036*SGR2 - 0,175*SIZE - 0,023*IND - 0,251*PAN$$

	ROA		SG		WCR	
	B	p	B	p	B	p
C	25.435	0.003	-0.412	0.007	2.019	0.000
WCR	15.667	0.000	0.140	0.008		

SG					0.036	0.009
SIZE	-3.126	0.002	0.068	0.000	-0.175	0.000
IND	0.360	0.136	-0.003	0.465	-0.023	0.037
PAN	-1.921	0.172	0.067	0.003	-0.251	0.235
R-squared	0.156		0.067		-0.868	
F-statistic	14.309		5.530		7.719	
Prob(F-statistic)	0.000		0.000		0.000	

Sumber: Lampiran 7 hlm. 145-148

Tabel 4.7 Rangkuman Hasil Pengujian Persamaan Kinerja Modal Kerja, Profitabilitas dan pertumbuhan Berkelanjutan

$$ROA = 47,029 + 2,008*1/CCC - 4,940*SIZE - 0,034*IND - 2,150*PAN$$

$$SG = -0,174 + 0,016*1/CCC + 0,049*SIZE - 0,002*IND + 0,066*PAN$$

$$1/CCC = 0,238 + 0,031*SGR2 - 0,029*SIZE + 0,005*IND - 0,048*PAN$$

Variable	ROA		SG		1/CCC	
	B	p	B	p	B	p
C	47.030	0.000	-0.174	0.510	0.238	0.519
1/CCC	2.008	0.086	0.016	0.699		
SG					0.031	0.699
SIZE	-4.940	0.000	0.049	0.156	-0.029	0.541
IND	-0.034	0.885	-0.002	0.765	0.005	0.671
PAN	-2.150	0.141	0.066	0.196	-0.048	0.496
R-squared	0.089		0.011		0.003	
F-statistic	7.609		0.864		0.244	
Prob (F-statistic)	0.000		0.486		0.913	

Sumber: Lampiran 7 hlm. 149-152

Berdasarkan tabel 4.6 dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh positif besaran modal kerja (WCR) terhadap profitabilitas perusahaan (ROA). Terdapat pengaruh positif besaran modal kerja (WCR) terhadap pertumbuhan berkelanjutan (SG). Terdapat pengaruh positif pertumbuhan berkelanjutan (SG) terhadap besaran modal kerja (WCR). Hasil ini berkebalikan dengan hipotesis yang diajukan.

Berdasarkan tabel 4.7 dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh positif kinerja modal kerja (1/CCC) terhadap profitabilitas perusahaan (ROA). Tidak

terdapat pengaruh signifikan kinerja modal kerja (1/CCC) terhadap pertumbuhan berkelanjutan (SG). Tidak terdapat pengaruh signifikan pertumbuhan berkelanjutan (SG) terhadap kinerja modal kerja (1/CCC).

Nilai koefisien determinasi (R^2) paling tinggi yaitu pada Model persamaan WCR (-0,868 atau 86,8%) (Tabel 4.6), diikuti koefisien determinasi Model persamaan WCR terhadap ROA (0,156 atau 15,6%). Nilai koefisien determinasi (R^2) paling rendah yaitu pada Model persamaan SG terhadap 1/CCC (0,003 atau 0,3%) (Tabel 4.7).

Pengujian peran mediasi dengan *Sobel Test* dapat dilakukan seperti ditunjukkan pada tabel 4.8.

Tabel 4.8 Hasil Uji Mediasi

Peran Mediator	Pengaruh Langsung	Koefisien	SE	<i>Sobel Test</i>	Sig.
WCR→ROA→SG	WCR→ROA	15,66712	2,981972	3,216	0,012
	ROA→SG	0,007815	0,001929		
1/CCC→ROA→SG	1/CCC→ROA	2,007910	1,165911	1,585	0,112
	ROA→SG	0,007815	0,001929		

Sumber : Lampiran 7, Hlm. 147, 151

Hasil dari uji untuk peran mediasi (Tabel 4.8), dapat disimpulkan bahwa WCR berpengaruh tidak langsung terhadap SG melalui ROA ($p = 0,012 < 0,05$), tetapi WCR juga berpengaruh langsung terhadap SG (Tabel 4.5; $p = 0,008 < 0,01$), sehingga ROA tidak memediasi pengaruh WCR terhadap SG. ROA tidak memediasi pengaruh 1/CCC terhadap SG ($p = 0,112 > 0,1$).

Hasil pengujian hipotesis dapat diketahui bahwa dari 8 (delapan) Hipotesis yang diajukan sebanyak 6 hipotesis diterima, sedangkan sebanyak 2

hipotesis ditolak. Hasil pengujian hipotesis dapat dirangkum dalam tabel 4.9 sebagai berikut.

Tabel 4.9 Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis

Model	Hipotesis	Hasil Uji	Kesimpulan
1. WCR → ROA	-	+	H1 ditolak
2. WCR → SG	-	+	H2 ditolak
3. WCR → ROA → SG			H3 ditolak
4. SG → WCR	-	+	H4 ditolak
5. 1/CCC → ROA	+	+	H5 diterima
6. 1/CCC → SG	+	n.s	H6 ditolak
7. 1/CCC → ROA → SG			H7 ditolak
8. SG → 1/CCC	+	n.s	H8 ditolak

keterangan: n.s= tidak signifikan

Sumber: tabel 4.6 - Tabel 4.8

Berdasarkan Tabel 4.9 dapat diketahui bahwa terdapat hubungan resiprokal antara besaran modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan, tetapi arah hubungan berkebalikan dengan hipotesis. Pada sisi lain, tidak terdapat hubungan resiprokal antara kinerja modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan.

4. Pembahasan

4.1 Pengaruh Besaran Modal Kerja terhadap Profitabilitas

Hasil penelitian ini menemukan bahwa besaran modal kerja tidak berpengaruh negatif terhadap profitabilitas, tetapi justru berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Hipotesis ke-1 tidak terbukti. Semakin tinggi besaran modal kerja justru diikuti dengan semakin tingginya profitabilitas. Padahal secara teoritis besaran modal kerja yang

semakin rendah menunjukkan modal kerja digunakan untuk aktivitas investasi dalam mendukung profitabilitas.

Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan studi sebelumnya (Kayani et al., 2019; Meah et al., 2021; Pestonji & Wichitsathian, 2019) yang menemukan pengaruh negatif antara besaran modal kerja terhadap profitabilitas. Studi tersebut menemukan bahwa besaran modal kerja yang kecil berpeluang meningkatkan profitabilitas, karena modal kerja digunakan untuk investasi.

Perbedaan temuan ini dengan penelitian sebelumnya dapat disebabkan karena beberapa faktor. Pertama adalah strategi perusahaan. Perusahaan dengan strategi berbeda akan menempatkan mempunyai posisi modal kerja berbeda (Li *et al.*, 2014). Perusahaan cenderung konservatif dalam manajemen modal kerja (Franzoi, 2021; Sah et al., 2021). Menurut Horne dan Wachowicz (2005), semakin besar besaran modal kerja dapat menjamin operasional perusahaan, menghindari kesulitan likuiditas, meskipun besaran modal kerja yang terlalu besar dapat memberikan risiko sumberdaya menganggur. Hasil penelitian ini mendukung studi sebelumnya (Franzoi, 2021; Sah et al., 2021) yang menemukan bahwa beberapa perusahaan cenderung konservatif dalam pengelolaan modal kerja dengan menaruh proporsi besaran modal kerja yang lebih besar untuk menjamin operasional perusahaan serta menghindari masalah risiko likuiditas. Studi tersebut (Franzoi, 2021; Sah et al., 2021) menemukan bahwa besaran modal kerja yang besar berpeluang meningkatkan

profitabilitas, karena modal kerja yang besar menjamin operasional perusahaan.

Kedua, adalah peningkatan ketidakpastian lingkungan. Faktor ketidakpastian lingkungan merupakan faktor yang terbukti memediasi pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja profitabilitas (Koroma, 2024). Perusahaan cenderung konservatif dalam manajemen modal kerja terutama karena peningkatan ketidakpastian lingkungan, seperti karena perubahan teknologi, krisis keuangan (Akbar *et al.*, 2021, 2021; Erol *et al.*, 2011; Singh *et al.*, 2017), pandemi (Li *et al.*, 2022; Tarkom, 2020). Dinamika lingkungan seperti perubahan teknologi, perubahan pasar, intensitas persaingan, krisis keuangan, pandemi meningkatkan ketidakpastian. Perusahaan cenderung menghindari penggunaan modal kerja untuk investasi yang berlebihan yang justru dapat meningkatkan risiko penurunan profitabilitas dalam kondisi ketidakpastian lingkungan. Perusahaan mengurangi pengeluaran untuk R&D, investasi dalam aktiva tetap dan lebih menaruh aset likuit yang lebih fleksibel. Hal ini dapat mengakibatkan perubahan praktik pengelolaan kas, seperti peralihan ke strategi pengelolaan kas yang lebih konservatif (Koroma, 2024). Hal ini dapat mempengaruhi temuan pengaruh positif dan signifikan besaran modal kerja terhadap profitabilitas.

4.2 Pengaruh Besaran Modal Kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan

Hasil penelitian ini menemukan bahwa besaran modal kerja tidak berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan berkelanjutan, tetapi justru berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Hipotesis ke-2 tidak terbukti. Padahal secara teoritis besaran modal kerja yang semakin rendah menunjukkan modal kerja digunakan untuk aktivitas investasi dalam mendukung pertumbuhan berkelanjutan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan studi sebelumnya (Barros *et al.*, 2022) menemukan bukti empiris bahwa perusahaan dengan skor pertumbuhan berkelanjutan yang lebih tinggi beroperasi dengan modal kerja yang lebih rendah. Studi tersebut mengungkapkan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang berkelanjutan memerlukan manajemen modal kerja baik untuk operasional jangka pendek maupun jangka panjang. Besaran modal kerja baik untuk investasi untuk menangkap peluang pasar, dalam memenangkan persaingan dengan kegiatan pengetahuan dan inovasi, dan untuk mempertahankan keunggulan kompetitif di masa depan. Besaran modal kerja yang besar penting untuk menjamin kegiatan operasional untuk menghasilkan profitabilitas jangka pendek, serta untuk mendukung pertumbuhan berkelanjutan dalam jangka panjang. Modal kerja yang cukup diperlukan untuk aktivitas investasi agar perusahaan terus tumbuh dan berkembang secara berkesinambungan .

Besaran modal kerja tidak berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan berkelanjutan, tetapi justru berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Seperti halnya pengaruh besaran

modal kerja terhadap profitabilitas, temuan pengaruh positif dan signifikan besaran modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan juga dapat disebabkan beberapa faktor seperti perbedaan strategi, karakteristik perusahaan sampel, dan peningkatan ketidakpastian lingkungan. Pertama, terkait perbedaan strategi. Perusahaan sampel cenderung menggunakan strategi konservatif dalam pengelolaan modal kerja dengan memprioritaskan proporsi modal kerja yang lebih tinggi untuk memastikan jaring pengaman terhadap kejadian tak terduga (Franzoi, 2021; Sah et al., 2021). Strategi ini mengendalikan risiko likuiditas serta menjamin kinerja operasional perusahaan yang berkelanjutan, sehingga mendukung pertumbuhan berkelanjutan.

Kedua, peningkatan ketidakpastian lingkungan membuat perusahaan cenderung menghindari penggunaan modal kerja untuk investasi yang berlebihan yang justru dapat mengganggu pertumbuhan berkelanjutan (Koroma, 2024). Pada konteks tersebut perusahaan cenderung menggunakan strategi konservatif dalam manajemen modal kerja untuk menjamin operasional perusahaan (Wang & Akbar, 2020), menaruh proporsi aktiva lancar lebih besar untuk fleksibilitas keuangan atau bertahan pada kondisi krisis (Frank *et al.*, 2017; D. yuan Li & Liu, 2014; Petrus, 2019; Temouri *et al.*, 2020). Meskipun pada sisi lain, besaran modal kerja yang terlalu tinggi memberikan risiko sumberdaya menganggur serta biaya memegang kas yang tinggi. Besaran modal kerja yang tinggi juga dapat disebabkan karena banyak perusahaan menggunakan

strategi untuk menjaga hubungan dengan pemangku kepentingan yaitu pelanggan dan pemasok (Franzoi, 2021; Sah et al., 2021).

4.3 Peran Profitabilitas dalam Memediasi Pengaruh Besaran Modal Kerja Terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan

Hasil pengujian (Tabel 4.6 dan Tabel 4.8) menunjukkan bahwa profitabilitas tidak memediasi pengaruh besaran modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Hasil ini menunjukkan bahwa Hipotesis ke-3 ditolak. Menurut Teori *Pecking Order* (Myers, 1984), perusahaan memprioritaskan pembiayaan internal dari modal sendiri dibandingkan ketergantungan modal eksternal untuk mendukung pertumbuhan. Sumber pembiayaan internal dari modal sendiri yaitu dari profitabilitas. Pengelolaan modal kerja pada sisi lain akan meningkatkan profitabilitas, sehingga besaran modal kerja tidak berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan tetapi melalui profitabilitas. Studi sebelumnya (Amouzesh *et al.*, 2015; Vasiu & Ilie, 2018) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap pertumbuhan berkelanjutan.

Hasil penelitian ini berbeda studi sebelumnya (Muljono, 2023; Nastiti *et al.*, 2019; Phassawan, 2023; Saleem *et al.*, 2023) yang menemukan bahwa besaran modal kerja tidak berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan tetapi melalui profitabilitas. Perbedaan hasil penelitian ini dengan penelitian sebelumnya dapat disebabkan karena profitabilitas merupakan salah satu elemen

pertumbuhan berkelanjutan, sehingga besaran modal kerja berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan tetapi tidak melalui mediasi profitabilitas.

4.4 Pengaruh Pertumbuhan Berkelanjutan terhadap Besaran Modal Kerja

Hasil penelitian ini menemukan pertumbuhan berkelanjutan tidak berpengaruh negatif terhadap besaran modal kerja tetapi berpengaruh positif terhadap terhadap besaran modal kerja. Hipotesis ke-4 tidak terbukti. Perusahaan dengan pertumbuhan berkelanjutan yang tinggi justru diikuti dengan besaran modal kerja yang lebih tinggi.

Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan studi sebelumnya (Barros *et al.*, 2022) yang menemukan bahwa pertumbuhan berkelanjutan yang semakin tinggi akan diikuti besaran modal kerja yang semakin tinggi. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan akan banyak menginvestasikan pada proyek-proyek untuk keuntungan di masa depan, meningkatkan arus kas untuk kegiatan teknis, penelitian dan perkembangan, berbasis pengetahuan, dan inovasi dalam mengatasi persaingan serta mempertahankan keunggulan kompetitif di masa depan. Perusahaan dengan pertumbuhan berkelanjutan tinggi akan mempunyai potensi sumber modal kerja yang lebih tinggi baik dari penjualan, keuntungan, dan laba ditahan, sehingga secara teoritis perusahaan dengan peningkatan pertumbuhan berkelanjutan akan meningkatkan besaran modal kerja. Sebaliknya penurunan pertumbuhan berkelanjutan akan menurunkan besaran modal kerja. Namun studi ini justru menemukan hasil sebaliknya

yaitu perusahaan dengan pertumbuhan berkelanjutan yang tinggi justru diikuti dengan besaran modal kerja yang lebih tinggi.

Perbedaan temuan ini dengan penelitian sebelumnya juga dapat disebabkan karena perusahaan cenderung menggunakan strategi konservatif dalam manajemen modal kerja untuk menjamin operasional perusahaan di tengah dinamika dan ketidakpastian lingkungan (Wang & Akbar, 2020). Pada kondisi dinamika dan ketidakpastian lingkungan, perusahaan cenderung konservatif dan lebih berhati-hati dalam penggunaan modal kerja untuk investasi.

4.5 Pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Profitabilitas

Hasil penelitian ini (Tabel 4.7) menemukan bahwa kinerja modal kerja berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Hipotesis ke-5 terbukti. Semakin tinggi kinerja modal kerja diikuti dengan semakin tingginya profitabilitas perusahaan. Secara Teoritis (Horne dan Wachowicz, 2005), kinerja modal kerja yang efisien yang diantaranya dilihat dari dapat dilihat dari semakin pendeknya periode perputaran kas. Semakin pendeknya periode perputaran kas diikuti dengan semakin tingginya profitabilitas.

Penelitian ini menggunakan perusahaan yang terdaftar di LQ45, untuk mengendalikan pengaruh faktor lain seperti faktor: penurunan pasar dan penjualan yang rendah. Penurunan pertumbuhan pasar, penjualan atau

permintaan produk yang rendah akan meningkatkan persediaan, meningkatkan piutang, meningkatkan sumberdaya aktiva lancar yang menganggur, sehingga akan menyebabkan siklus konversi kas yang lebih panjang. Hasil studi pada perusahaan yang terdaftar di LQ45 menunjukkan bahwa siklus konversi kas yang lebih pendek berpengaruh positif terhadap profitabilitas. Hasil ini mendukung hasil penelitian sebelumnya (Banerjee *et al.*, 2021; Fernández-López *et al.*, 2020; Meah *et al.*, 2021; Tarkom, 2020; Wassie, 2021) yang menemukan bahwa semakin efisien kinerja modal kerja yang ditandai oleh pendek siklus perputaran kas menyebabkan tidak banyak modal kerja yang menganggur, sehingga semakin tinggi profitabilitas.

Pada sisi lain, perusahaan ditemukan cenderung konservatif dalam mengelola siklus konversi kas pada beberapa studi sebelumnya (Banerjee *et al.*, 2021; Fernández-López *et al.*, 2020; Meah *et al.*, 2021; Tarkom, 2020; Wassie, 2021). Pada beberapa studi tersebut, siklus konversi kas yang lebih panjang berpengaruh positif terhadap profitabilitas terkait upaya untuk menjaga hubungan dengan pemasok dan pelanggan baik bisnis lain atau konsumen akhir (Franzoi, 2021; Sah *et al.*, 2021). Namun demikian, seiring dengan peningkatan kinerja perusahaan, perusahaan yang mampu mengelola siklus konversi kas yang lebih pendek terbukti mempunyai profitabilitas lebih tinggi dengan tetap menjaga hubungan dengan pemasok dan pelanggan baik *business to business* maupun konsumen akhir.

4.6 Pengaruh Kinerja Modal Kerja terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan

Hasil penelitian ini (Tabel 4.7) tidak menemukan pengaruh signifikan siklus konversi kas ($1/CCC$) terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Hipotesis ke-6 tidak terbukti. Meskipun semakin tinggi kinerja modal kerja berpengaruh positif terhadap profitabilitas, namun demikian semakin tinggi kinerja modal kerja ($1/CCC$) tidak selalu diikuti dengan semakin tinggi atau rendahnya pertumbuhan berkelanjutan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan studi sebelumnya (Kinasih *et al.*, 2020; Muljono, 2023; Nastiti *et al.*, 2019; Phassawan, 2023; Saleem *et al.*, 2023) yang menemukan pengaruh negatif siklus konversi kas ($1/CCC$) terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Perusahaan dengan skor pertumbuhan berkelanjutan yang lebih tinggi beroperasi dengan siklus konversi kas yang lebih pendek.

Kinerja modal kerja berpengaruh positif terhadap profitabilitas, tetapi kinerja modal kerja tidak berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan berkelanjutan dapat disebabkan perbedaan strategi perusahaan. Temuan pengaruh tidak signifikan dapat disebabkan manfaat siklus konversi kas baik pendek maupun panjang. Siklus konversi kas yang pendek pada satu sisi akan menunjukkan efisiensi, tidak banyak sumberdaya menganggur. Pada sisi lain siklus konversi kas yang terlalu pendek akan meningkatkan risiko kehabisan stok (persediaan), pelanggan mudah berpindah ke perusahaan lain karena kebijakan pembayaran yang ketat. Siklus konversi kas yang panjang pada satu sisi menunjukkan in-

efisiensi, risiko sumberdaya menganggur. Pada sisi lain bermanfaat menjaga hubungan dengan pemasok dan pelanggan baik bisnis lain atau konsumen akhir (Franzoi, 2021; Sah et al., 2021). Perusahaan beroperasi dengan strategi konservatif untuk menjaga periode siklus konversi kas yang lebih panjang untuk menjaga hubungan dengan pemasok dan pelanggan.

4.7 Peran Profitabilitas dalam Memediasi Pengaruh Kinerja Modal Kerja Terhadap Pertumbuhan Berkelanjutan

Hasil penelitian ini menemukan bahwa profitabilitas tidak memediasi pengaruh kinerja modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Kinerja modal kerja berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan tidak melalui profitabilitas, sehingga profitabilitas tidak memediasi pengaruh kinerja modal kerja berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Hasil ini tidak sesuai dengan Hipotesis ke-7 yang diajukan. Secara Teoritis (Horne dan Wachowicz, 2005), pengelolaan modal kerja berkaitan erat dengan cara perusahaan mengelola operasional bisnisnya. Siklus konversi kas yang pendek akan menurunkan biaya memegang kas serta menghindari sumberdaya yang menganggur. Temuan empiris (Kinasih *et al.*, 2020; Muljono, 2023; Nastiti *et al.*, 2019; Phassawan, 2023; Saleem *et al.*, 2023) menunjukkan bahwa siklus kas yang lebih pendek berpengaruh positif terhadap profitabilitas dan pertumbuhan berkelanjutan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya (Kinasih *et al.*, 2020; Muljono, 2023; Nastiti *et al.*, 2019; Phassawan, 2023; Saleem *et al.*, 2023). Profitabilitas tidak memediasi pengaruh kinerja modal kerja berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan dapat disebabkan karena profitabilitas merupakan salah satu elemen dari pertumbuhan berkelanjutan. Pengelolaan modal kerja yang efisien akan mengurangi biaya, sehingga meningkatkan profitabilitas sebagai salah satu elemen dari pertumbuhan berkelanjutan.

4.8 Pengaruh Pertumbuhan Berkelanjutan terhadap Kinerja Modal Kerja

Hasil penelitian ini (Tabel 4.7) menemukan bahwa pertumbuhan berkelanjutan tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja modal kerja. Hipotesis ke-8 tidak terbukti. Semakin tinggi atau rendahnya pertumbuhan berkelanjutan tidak selalu diikuti dengan semakin tinggi atau rendahnya kinerja modal kerja.

Hasil penelitian ini berbeda penelitian sebelumnya (Barros *et al.*, 2022; Moin, 2023) yang menemukan bahwa pertumbuhan yang berkelanjutan juga mempengaruhi kinerja modal kerja. Pertumbuhan yang berkelanjutan yang tinggi diiringi dengan siklus perputaran kas yang efisien. Temuan pengaruh tidak signifikan pertumbuhan berkelanjutan terhadap kinerja modal kerja yang berbeda dengan studi sebelumnya (Barros *et al.*, 2022; Moin, 2023) dapat disebabkan karena kinerja modal kerja tidak hanya kinerja keuangan jangka pendek, tetapi juga kinerja

sosial dalam bentuk hubungan pelanggan dan pemasok (Franzoi, 2021; Sah et al., 2021). Skor pertumbuhan yang berkelanjutan yang tinggi digunakan perusahaan untuk menjaga hubungan jangka panjang pelanggan dan pemasok. Periode persediaan yang panjang bermanfaat agar perusahaan tidak kehabisan stok, sehingga mengganggu kontinuitas layanan. Periode piutang yang panjang bermanfaat untuk memberikan kelonggaran waktu pembayaran pelanggan. Periode hutang usaha yang pendek bermanfaat untuk menjaga kepercayaan pemasok (Franzoi, 2021; Sah et al., 2021).

BAB V PENUTUP

1. Kesimpulan

Hasil penelitian dapat dirumuskan kesimpulan sebagai berikut.

- 1.1. Besaran modal kerja tidak berpengaruh negatif terhadap profitabilitas, tetapi justru berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Temuan pengaruh positif dan signifikan besaran modal kerja terhadap profitabilitas dapat disebabkan peningkatan dinamika dan ketidakpastian lingkungan, terutama saat pandemi perusahaan mengurangi aktifitas investasi pada proyek-proyek besar, sehingga tingkat modal kerja besar berdampak pada peningkatan profitabilitas, seperti yang di alami oleh perusahaan farmasi dan perusahaan kesehatan, dan rumah sakit. Dengan kata lain, perusahaan cenderung menghindari penggunaan modal kerja untuk investasi yang berlebihan yang justru dapat meningkatkan risiko penurunan profitabilitas.
- 1.2. Besaran modal kerja tidak berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan berkelanjutan, tetapi justru berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Temuan pengaruh positif dan signifikan besaran modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan juga dapat disebabkan dinamika dan ketidakpastian lingkungan; banyak perusahaan yang mempertahankan tingkat modal yang cukup dengan tujuan selama dalam situasi ketidakpastian perusahaan mampu menjalankan operasionalnya dan berjalan dengan lancar sehingga kondisi ini akan

membawa pengaruh ke depan bahwa pertumbuhan berkelanjutan juga meningkat. Harapannya dengan modal kerja yang tinggi perusahaan dalam kondisi yang baik karena perusahaan bisa mengatasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya; jika kewajiban jangka pendek ini tidak teratasi dengan baik maka akan mengganggu kinerja jangka panjangnya, yang nota bene juga mengganggu pertumbuhan berkelanjutan. Banyak dana digunakan untuk menjaga likuiditasnya sehingga perusahaan cenderung menghindari penggunaan modal kerja untuk investasi pada proyek-proyek besar yang berlebihan yang justru dapat mengganggu pertumbuhan berkelanjutan.

1.3. Profitabilitas tidak memediasi pengaruh antara besaran modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa besaran modal kerja berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan, tidak melalui profitabilitas.

1.4. Pertumbuhan berkelanjutan tidak berpengaruh negatif terhadap besaran modal kerja tetapi berpengaruh positif terhadap besaran modal kerja. Temuan pengaruh positif pertumbuhan berkelanjutan terhadap kinerja modal kerja juga ini merupakan temuan yang menarik karena semakin besar perusahaan memiliki pertumbuhan berkelanjutan semakin baik manajemen modal kerjanya dan perusahaan sangat lihai dalam mengelola dinamika dan ketidakpastian lingkungan, sehingga perusahaan

cenderung konservatif dan lebih berhati-hati dalam penggunaan modal kerja untuk investasi.

- 1.5. Kinerja modal kerja berpengaruh positif terhadap profitabilitas. Semakin tinggi kinerja modal kerja diikuti dengan semakin tingginya profitabilitas perusahaan. Kinerja modal kerja yang meningkat akan diikuti oleh peningkatan profitabilitas. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan.
- 1.6. Kinerja modal kerja tidak berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Temuan tidak signifikan kinerja modal kerja terhadap profitabilitas dapat disebabkan karena semakin pendek periode siklus konversi kas pada satu sisi menunjukkan kinerja yang efisien, pada sisi lain juga memberikan risiko hubungan jangka panjang pelanggan dan pemasok dari risiko kehabisan persediaan, sistem pembayaran sehingga dapat mengganggu pertumbuhan berkelanjutan
- 1.7. Profitabilitas tidak memediasi pengaruh antara kinerja modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Kinerja modal kerja berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan berkelanjutan, tidak melalui profitabilitas. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian sebelumnya.
- 1.8. Pertumbuhan berkelanjutan tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja modal kerja. Temuan tidak signifikan pertumbuhan berkelanjutan terhadap kinerja modal kerja dapat disebabkan faktor lain seperti strategi perusahaan bahwa strategi bisnis nya tidak sesuai dan kurang akurat, terutama strategi dalam pembiayaan dalam pengelolaan modal kerja. Bisa

jadi tidak menggunakan *matching strategy* sehingga pertumbuhan berkelanjutan tidak berpengaruh terhadap kinerja modal kerja.

Terdapat hubungan resiprokal antara pertumbuhan berkelanjutan dan besaran modal kerja tetapi arahnya berkebalikan dengan hipotesis yang diajukan. Hubungan resiprokal ini adalah hubungan positif. Pertumbuhan berkelanjutan berpengaruh terhadap besaran modal kerja dan besaran modal kerja berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Hubungan resiprokal menunjukkan bahwa antara manajemen modal kerja yang dalam hal ini ditunjukkan oleh besaran modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan merupakan hubungan simultan. Namun demikian tidak terdapat hubungan resiprokal antara pertumbuhan berkelanjutan dan kinerja modal kerja.

2. Implikasi Penelitian

2.1 Implikasi Keilmuan

Secara teoritis, penelitian ini memberikan kontribusi dengan mengembangkan literatur manajemen modal kerja dan literatur pertumbuhan berkelanjutan. Pertama, penelitian ini memberikan kontribusi dengan mengembangkan literatur pertumbuhan berkelanjutan dengan memberikan bukti empiris bahwa manajemen modal kerja sebagai determinan pertumbuhan berkelanjutan. Perusahaan dengan pertumbuhan berkelanjutan yang bersumber dari modal sendiri dipengaruhi oleh besaran dan kinerja modal kerja. Hubungan antara manajemen modal kerja dengan pertumbuhan berkelanjutan tidak searah tetapi timbal balik (*reciprocal*).

Manajemen modal kerja dapat mempengaruhi pertumbuhan berkelanjutan dan sebaliknya pertumbuhan berkelanjutan dapat mempengaruhi manajemen modal kerja.

Kedua, penelitian ini memberikan kontribusi dengan mengembangkan literatur manajemen modal kerja dengan memberikan bukti empiris bahwa pertumbuhan berkelanjutan sebagai determinan manajemen modal kerja dalam hubungan timbal balik. Pertumbuhan berkelanjutan yang tinggi akan menciptakan besaran modal kerja yang tinggi dan kinerja modal kerja yang lebih tinggi akan meningkatkan profitabilitas. Rasio besaran modal kerja yang rendah karena modal kerja digunakan kembali untuk aktivitas investasi dalam mendukung perusahaan untuk selalu tumbuh. Besaran modal kerja tersebut perlu didukung kinerja modal kerja yang efisien dan efektif yaitu untuk menghasilkan penjualan yang lebih tinggi. Kinerja modal kerja tidak hanya kinerja keuangan dalam jangka pendek tetapi juga kinerja keuangan dalam jangka panjang.

2.2 Implikasi Praktis

Implikasi Praktis dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut.

- a. Perusahaan dapat meningkatkan rasio besaran modal kerja yang tinggi. Hal ini dilakukan dengan menggunakan modal kerja untuk aktivitas investasi dalam mendukung perusahaan untuk selalu tumbuh. Rasio besaran modal kerja yang tinggi juga dapat menjaga ketersediaan kas dan modal lancar lainnya dan menjaga aktifitas operasi, sehingga kegiatan operasional perusahaan bisa berjalan dan

tumbuh berkelanjutan. Namun demikian, besaran modal kerja perlu disertai dengan kinerja modal kerja yang efektif dan efisien. Kinerja modal kerja yang efektif artinya besaran modal kerja untuk menghasilkan penjualan setinggi mungkin. Kinerja modal kerja yang efisien artinya besaran modal kerja tidak banyak mengganggu dan bisa menghasilkan penjualan.

- b. Periode perputaran kas yang efisien perlu disertai dengan kinerja yang efektif dan efisien yaitu modal kerja untuk menghasilkan penjualan yang lebih tinggi. Periode perputaran kas yang pendek perlu disertai dengan dampak ke penjualan agar tidak banyak modal kerja yang mengganggu, sehingga dapat dimanfaatkan untuk kegiatan produktif, sehingga perputaran kas yang efisien dapat meningkatkan pertumbuhan berkelanjutan dalam jangka panjang.
- c. Perusahaan dapat menjaga hubungan dan kepercayaan dengan pemegang saham dalam jangka panjang. Sumber pendanaan internal memiliki biaya modal yang lebih rendah dibandingkan sumber pendanaan eksternal (seperti hutang dan penerbitan saham). Upaya tersebut dilakukan dengan pengelolaan modal kerja yang efektif tidak hanya fokus kinerja keuangan jangka pendek namun juga kinerja jangka panjang. Hubungan dengan pemegang saham, pelanggan, pemasok merupakan sumber keunggulan kompetitif jangka panjang untuk pertumbuhan berkelanjutan.

d. Besaran modal kerja dan pertumbuhan berkelanjutan merupakan hubungan reciprok; hal ini memberi implikasi praktis kepada perusahaan, khususnya kepada manajer bahwa ketika membuat keputusan dan mempertimbangkan kebijakan modal kerja sebaiknya juga mempertimbangkan pemikiran tentang bagaimana perusahaan juga mengalami pertumbuhan berkelanjutan.

3. Keterbatasan dan Saran Untuk Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan. Pertama, sampel penelitian ini adalah perusahaan yang *listed* di LQ45 Bursa Efek Indonesia yang mempunyai kinerja di atas rata-rata industri. Strategi pengambilan sampel ini bertujuan untuk mengontrol faktor lain dalam kinerja keuangan yang dapat mempengaruhi profitabilitas dan pertumbuhan berkelanjutan selain modal kerja. Namun demikian, strategi pengambilan sampel ini mempunyai kelemahan tidak dapat memasukkan kelompok perusahaan yang mengalami kinerja rendah terkait faktor kesulitan keuangan. Penelitian selanjutnya dapat membandingkan pada perusahaan-perusahaan dengan pertumbuhan tinggi dan perusahaan-perusahaan dengan kesulitan keuangan.

Keterbatasan kedua adalah data dalam penelitian ini hanya menggunakan data tahunan, sehingga tidak dapat dihitung kebutuhan modal kerja permanen dan musiman, sehingga dapat diamati dengan lebih detail pengaruh pengelolaan modal kerja yang agresif untuk investasi dan pembiayaan terhadap beban bunga. Penelitian selanjutnya dapat

menggunakan data bulanan sehingga dapat digambarkan manajemen modal kerja, penggunaan sumber modal kerja dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, modal dan pengaruhnya pada beban bunga dan risiko.

DAFTAR PUSTAKA

- Adhikari, H. P., Krolkowski, M. W., Malm, J., & Sah, N. B. (2021). Working capital (mis)management – impact of executive age. *Accounting and Finance*, 61(1), 727–761. <https://doi.org/10.1111/acfi.12591>
- Ahn, H. S., Jeong, E., & Cho, H. (2021). Toward an understanding of family business sustainability: A network-based systematic review. *Sustainability (Switzerland)*, 13(1), 1–15. <https://doi.org/10.3390/su13010005>
- Akbar, M., Akbar, A., & Draz, M. U. (2021). Global Financial Crisis, Working Capital Management, and Firm Performance: Evidence From an Islamic Market Index. *SAGE Open*, 11(2). <https://doi.org/10.1177/21582440211015705>
- Altaf, N. (2020). Working Capital Financing, Firm Performance and Financial Flexibility: Evidence from Indian Hospitality Firms. *Global Business Review*, 1–12. <https://doi.org/10.1177/0972150920961371>
- Altaf, N., & Ahmad, F. (2019). Working capital financing, firm performance and financial constraints: Empirical evidence from India. *International Journal of Managerial Finance*, 15(4), 464–477. <https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2018-0036>
- Amouzesh, N., Zahra, M., & Zahra, M. (2015). Sustainable Growth Rate and Firm Performance: Evidence From Iran Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 23(2), 249–255.
- Babcock, G. C. (1970). The Concept of Sustainable Growth. *Financial Analysts Journal*, 26(3), 108–114. <https://doi.org/10.2469/faj.v26.n3.108>
- Bakoğlu, R., & Yıldırım, O. B. A. (2016). The Role of Sustainability in Long Term Survival of Family Business: Henokiens Revisited. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 235(October), 788–796. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.11.081>
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2011). Financial flexibility and the impact of the global financial crisis: Evidence from France. *International Journal of Managerial Finance*, 7(2), 179–216. <https://doi.org/10.1108/17439131111122157>
- Banerjee, A., Kundu, S., & Sivasankaran, N. (2021). Asymmetric Impact of Working Capital Efficiency on Market Performance of Indian Firms. *Global Business Review*. <https://doi.org/10.1177/0972150920988648>

- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2016). Financing of working capital requirement, financial flexibility and SME performance. *Journal of Business Economics and Management*, 17(6), 1189–1204. <https://doi.org/10.3846/16111699.2015.1081272>
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2020). Net operating working capital and firm value: A cross-country analysis. *BRQ Business Research Quarterly*, 23(3), 234–251. <https://doi.org/10.1177/2340944420941464>
- Bansal, P., & DesJardine, M. (2014). Business sustainability: It is about time. *Strategic Organization*, 12(1), 70–78. <https://doi.org/10.1177/1476127013520265>
- Barros, V., Falcão, P. F., & Sarmiento, J. M. (2022). Are more sustainable firms able to operate with lower working capital requirements? *Finance Research Letters*, 46(July 2021). <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102407>
- Bei, Z., & Wijewardana, W. P. (2012). Financial leverage, firm growth and financial strength in the listed companies in Sri Lanka. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, 709–715. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.253>
- Borre, J. R., Romero, G. C., & Padilla, D. M. (2022). Family business: A systematic review framed in the Sustainable Development Model. *Procedia Computer Science*, 210(C), 345–350. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2022.10.162>
- Breton-Miller, I. Le, & Miller, D. (2016). Family firms and practices of sustainability: A contingency view. *Journal of Family Business Strategy*, 7(1), 26–33. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2015.09.001>
- Carp, M., Leontina, P., Toma, C., & Georgescu, I. E. (2020). Companies' Sustainable Growth, Accounting Quality, and Investments Performances. The Case of the Romanian Capital Market. *Sustainability*, 12, 9748;
- Coleman, M., & Wu, M. (2020). Combination of Ant Colony Optimization and K-nearest Neighbours: The Influence of Working Capital Management on Corporate Performance. *Management and Labour Studies*, 45(4), 395–415. <https://doi.org/10.1177/0258042X20939025>
- Coleman, M., Wu, M., & Baidoo, M. (2020). Corporate Governance and Working Capital Policy: An Unobserved Influence. *Emerging Economy Studies*, 6(1), 106–122. <https://doi.org/10.1177/2394901520907710>

- Erol, M., Apak, S., Atmaca, M., & Öztürk, S. (2011). Management measures to be taken for the enterprises in difficulty during times of global crisis: An empirical study. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 24, 16–32. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2011.09.086>
- Fernández-López, S., Rodeiro-Pazos, D., & Rey-Ares, L. (2020). Effects of working capital management on firms' profitability: evidence from cheese-producing companies. *Agribusiness*, 36(4), 770–791. <https://doi.org/10.1002/agr.21666>
- Ferrando, A., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2016). Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK: Financial Flexibility and Investment Ability. *European Financial Management*, 9999(9999), 1–40. <https://doi.org/10.1111/eufm.12091>
- Frank, H., Güttel, W., & Kessler, A. (2017). Environmental dynamism, hostility, and dynamic capabilities in medium-sized enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation*, 18(3), 185–194. <https://doi.org/10.1177/1465750317723219>
- Franzoi, F. (2021). The Influence of Family Board Involvement on Working Capital Management. *Corporate Board: Role, Duties and Composition* /, 17(3), 42–60. <https://doi.org/10.22495/cbv17i3art4>
- Gleißner, W., Günther, T., & Walkshäusl, C. (2022). Financial sustainability: measurement and empirical evidence. In *Journal of Business Economics* (Vol. 92, Issue 3). Springer Berlin Heidelberg. <https://doi.org/10.1007/s11573-022-01081-0>
- Higgins, R. (1977). Much Growth Can Firm Afford? *Financial Management*, 6(3), 7–16.
- Higgins, R. (2012). Analysis for Financial Management. In *Handbook of Global Supply Chain Management* (Tenth Edit). The McGraw-Hill/. <https://doi.org/10.4135/9781412976169.n18>
- Ionita, C., & Dinu, E. (2021). The effect of intangible assets on sustainable growth and firm value – Evidence on intellectual capital investment in companies listed on Bucharest Stock Exchange. *Kybernetes*, 50(10), 2823–2849. <https://doi.org/10.1108/K-05-2020-0325>
- Kayani, U. N., De Silva, T.-A., & Gan, C. (2019). A systematic literature review on working capital management – an identification of new avenues. *Qualitative Research in Financial Markets*, 11(3), 352–366. <https://doi.org/10.1108/QRFM-05-2018-0062>

- Kinasih, Y., Dorkas, R., & Supramono, S. (2020). Is working capital management able to increase sustainable growth through asset utilization? *The European Journal of Applied Economics*, 17(2), 136–146. <https://doi.org/10.5937/ejae17-26056>
- Koroma, S. (2024). The Moderating Effect of Economic Policy Uncertainty on the Relationship Between Working Capital Management and Profitability: Evidence from UK Non-Financial Firms. *SAGE Open*, June, 1–19. <https://doi.org/10.1177/21582440241242552>
- Kurt, Y., Sinkovics, N., Sinkovics, R. R., Yamin, M., Ioanid, A., Deselnicu, D. C., Militaru, G., Eniola, A. A., Olorunleke, G. K., Akintimehin, O. O., Ojeka, J. D., Oyetunji, B., Hadi Putra, P. O., Santoso, H. B., Part, R. C., Tao, E. W. T. N. K. K. M. S. S. L. E. S. K. C. S. S. C., M.P, S., Shalij P.R., A., R., ... Fuller, S. (2020). Working Capital Requirements of Manufacturing SMEs: Evidence from Emerging Economy Harsh Partap Singh * and Satish Kumar **, *Business Strategy Series*, 28(4), 1–8. <http://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/32368570>
- Le, B. (2019). Working capital management and firm's valuation, profitability and risk: Evidence from a developing market. *International Journal of Managerial Finance*, 15(2), 191–204. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2018-0012>
- Li, C. G., Dong, H. M., Chen, S., & Yang, Y. (2014). Working capital management, corporate performance, and strategic choices of the wholesale and retail industry in China. *Scientific World Journal*, 2014. <https://doi.org/10.1155/2014/953945>
- Li, D. yuan, & Liu, J. (2014). Dynamic capabilities, environmental dynamism, and competitive advantage: Evidence from China. *Journal of Business Research*, 67(1), 2793–2799. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.08.007>
- Li, Z., Jiang, J., Xia, L., & Chu, C. C. (2022). Empirical Research on the Relationship between Industry Working Capital Shortfall and Company Cash Holding in the Same Industry. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2022. <https://doi.org/10.1155/2022/5146764>
- Lockwood, L., & Prombutr, W. (2010). Sustainable growth and stock returns. *Journal of Financial Research*, 33(4), 519–538. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2010.01281.x>
- M.A Zariyawati, M.N. Annuar, & N. Pui-San. (2016). Working capital management determinants of small and large firms in Malaysia. *International Journal of Economics and Management*, 10(2), 365–377.

- Mamilla, R. (2019). A study on sustainable growth rate for firm survival. *Strategic Change*, 28(4), 273–277. <https://doi.org/10.1002/jsc.2269>
- Manaf, N., Saad, N. M., Mohamad, N. E. A., Ali, I. M., & Rahim, N. (2018). Determinants Of Sustainable Growth Rate (Sgr) By Using Zakon’s Model To Encounter With Shariah Compliance Requirements For Shariah Securities Compliance Firms In Malaysia. *International Journal of Industrial Management*, 4(June), 61–69.
- Meah, M. R., Sen, K. K., & Sahabuddin, M. (2021). Do Working Capital Decision and Efficiency of Working Capital Management Contribute to the Profitability? Evidence from Bangladesh. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 17(1-2), 7–16. <https://doi.org/10.1177/2319510x211047368>
- Miroshnychenko, I., De Massis, A., Miller, D., & Barontini, R. (2021). Family Business Growth Around the World. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 45(4), 682–708. <https://doi.org/10.1177/1042258720913028>
- Moin, M. S. (2023). *Corporate Sustainability and Working Capital : in Swedish-listed firms*. UMEA Scool of Business, Economic and Statistics.
- Morshed, A. (2020). Role of working capital management in profitability considering the connection between accounting and finance. *Journal of Accounting Research*, 5(2), 257–267. <https://doi.org/10.1108/AJAR-04-2020-0023>
- Moussa, A. A. (2019). Determinants of working capital behavior: evidence from Egypt. *International Journal of Managerial Finance*, 15(1), 39–61. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2017-0219>
- Muljono, H. T. (2023). Working Capital Management and Sustainable Growth : the Mediating Role of Financial Performance. *Proceeding International Conference on Economic Business Management, and Accounting (ICOEMA)-2023, 2015*, 872–881.
- Mura, R., & Marchica, M.-T. (2010). Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity. *Financial Management*, 39, 1339–1365. <https://doi.org/10.2139/ssrn.891562>
- Nastiti, P. K. Y., Atahau, A. D. R., & Supramono, S. (2019). Working capital management and its influence on profitability and sustainable growth. *Business: Theory and Practice*, 20, 61–68. <https://doi.org/10.3846/BTP.2019.06>

- Nwankwo, O., & Osho, G. (2014). *An Empirical Analysis of Corporate Survival and Growth : Evidence from Efficient Working Capital Management*. May.
- Nwude, E. C., Allison, P. U., & Nwude, C. A. (2021). The relationship between working capital management and corporate returns of cement industry of emerging market. *International Journal of Finance and Economics*, 26(3), 3222–3235. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1959>
- Nyeadi, J. D., Sare, Y. A., & Aawaar, G. (2018). Determinants of working capital requirement in listed firms: Empirical evidence using a dynamic system GMM. *Cogent Economics and Finance*, 6(1), 1–14. <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1558713>
- Ocak, M., & Fındık, D. (2019). The Impact of Intangible Assets and Sub-Components of Intangible Assets on Sustainable Growth and Firm Value: Evidence from Turkish Listed Firms. *Sustainability*, 5–7.
- Olson, P. D., Zuiker, V. S., Danes, S. M., Stafford, K., Heck, R. K. Z., & Duncan, K. A. (2003). The impact of the family and the business on family business sustainability. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 639–666. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00014-4](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00014-4)
- Pestonji, C., & Wichitsathian, S. (2019). The Impacts of Working Capital Policy on Firms' Performances: An Empirical Study on Thai Listed Companies in Production Sector. *Asia-Pacific Contemporary Finance and Development (International Symposia in Economic Theory and Econometrics)*, 26, 39–51. <https://doi.org/10.1108/S1571-038620190000026003>
- Petrus, B. (2019). Environmental dynamism: the implications for operational and dynamic capabilities effects. *Management Sciences*, 24(1), 28–36. <https://doi.org/10.15611/ms.2019.1.04>
- Phassawan, S. (2023). The Mediating Effect Of Profitability On The Relationship Between Working Capital Management And Sustainable Growth. *Studies in Business and Economics*, 18(18), 314–327. <https://doi.org/10.2478/sbe-2023-0017>
- Prasad, P., Narayanasamy, S., Paul, S., Chattopadhyay, S., & Saravanan, P. (2019). Review of Literature on Working Capital Management and Future Research Agenda. *Journal of Economic Surveys*, 33(3), 827–861. <https://doi.org/10.1111/joes.12299>
- Raby, S., Hart, M., & Harney, B. (2022). In search of the next growth episode: How firms catalyse and sustain periods of high growth. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*, 40(6), 671–683.

<https://doi.org/10.1177/02662426221108631>

- Ramli, N. A., Rahim, N., Mat Nor, F., & Marzuki, A. (2022). The mediating effects of sustainable growth rate: evidence from the perspective of Shariah-compliant companies. *Cogent Business and Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2078131>
- Rana, S. (2019). Sustainability in Business: Some Research Perspectives. *FIIB Business Review*, 8(2), 77–78. <https://doi.org/10.1177/2319714519854232>
- Rehman, A. U., Wang, M., & Kabiraj, S. (2017). Working capital management in Chinese firms: An empirical investigation of determinants & adjustment towards a target level using dynamic panel data model. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 7(1), 84–105. <https://doi.org/10.1504/AAJFA.2017.082930>
- Rey-Ares, L., Fernández-López, S., & Rodeiro-Pazos, D. (2021). Impact of working capital management on profitability for Spanish fish canning companies. *Marine Policy*, 130. <https://doi.org/10.1016/j.marpol.2021.104583>
- Rezaee, Z. (2016). Business sustainability research: A theoretical and integrated perspective. *Journal of Accounting Literature*, 36, 48–64. <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2016.05.003>
- Sah, N. B., Banerjee, A., Malm, J., & Rahman, A. (2021). *A Good Name Is Better Than Riches: Family Firms and Working Capital Management*.
- Saleem, M., Amin, K., & Ullah, N. (2023). Impact Of Working Capital Management On Sustainable Growth And Profitability: Evidence From Chemical And Manufacturing Sectors Of Pakistan. *Journal of Positive School Psychology*, 7(5), 1321–1335.
- Setianto, R. H., & Kusumaputra, A. (2019). Corporate Financial Flexibility, Investment Activities, And Cash Holding: Evidence From Indonesia. *Indonesian Capital Market Review*, 9(2), 75–85. <https://doi.org/10.21002/icmr.v9i2.7470>
- Singh, H., Kumar, S., & Colombage, S. (2017). Qualitative Research in Financial Markets Article information :A Meta- Analysis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 9(1), 34–47. <http://dx.doi.org/10.1108/QRFM-06-2016-0018>
- Stafford, K., Duncan, K. A., Dane, S., & Winter, M. (1999). A research model of sustainable family businesses. *Family Business Review*, 12(3), 197–208.

<https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1999.00197.x>

Tarkom, A. (2020). Impact of COVID-19 exposure on working capital management: The moderating effect of investment opportunities and government. *Finance Research Letters Journal*, 47, 102666. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102666>

Temouri, Y., Shen, K., Pereira, V., & Xie, X. (2020). How do emerging market SMEs utilize resources in the face of environmental uncertainty? *BRQ Business Research Quarterly*. <https://doi.org/10.1177/2340944420929706>

Tjandra, C. K. (2022). The determinants of working capital management in Indonesia and the Philippines. *Jurnal Siasat Bisnis*, 26(1), 110–121. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol26.iss1.art8>

Troilo, M., Walkup, B. R., Abe, M., & Lee, S. (2019). Legal systems and the financing of working capital. *International Review of Economics and Finance*, 64(October 2015), 641–656. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.01.010>

Utami, D., Muthia, F., & Thamrin, K. M. H. (2018). Sustainable Growth : Grow and Broke Empirical Study on Manufacturing Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *The 2018 International Conference of Organizational Innovation, Page 820 KnE Social Sciences, 2018*, 820–834. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i10.3427>

Van Horne, J. C. (1987). Sustainable growth modeling. *Journal of Corporate Finance*, 2(3), 19–26.

Vasiu, D. E., & Ilie, L. (2018). Sustainable Growth Rate: An Analysis Regarding the Most Traded Companies on the Bucharest Stock Exchange. *Springer Proceedings in Business and Economics, January*, 381–394. https://doi.org/10.1007/978-3-319-71876-7_34

Wang, L., Dai, Y., & Ding, Y. (2019). Internal Control and SMEs' Sustainable Growth: The Moderating Role of Multiple Large Shareholders. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(4), 182. <https://doi.org/10.3390/jrfm12040182>

Wang, Z., & Akbar, M. (2020). The Interplay between Working Capital Management and a Firm ' s Financial Performance across the Corporate Life Cycle. *Sustainability*, 12, 1–16.

Wasiuzzaman, S. (2015). Working capital and firm value in an emerging market. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), -.
113

<https://doi.org/10.1108/mf.2006.00932daa.001>

- Wassie, F. A. (2021). Working Capital Management and Its Impact on Firms' Performance: An Empirical Analysis on Ethiopian Exporters. *Education Research International*, 2021. <https://doi.org/10.1155/2021/6681572>
- Xu, J., & Wang, B. (2018). Intellectual Capital , Financial Performance and Companies ' Sustainable Growth : Evidence from the Korean Manufacturing Industry. *Sustainability*, 10, 4651; <https://doi.org/10.3390/su10124651>
- Yeboah, B., & Agyei, K. (2012). Working Capital Management and Cash Holdings of Banks in Ghana. *European Journal of Business and Management*, 4(13), 2222–2839. <https://doi.org/10.1.1.734.9710&rep=rep1&type=pdf>
- Zabolotnyy, S., & Wasilewski, M. (2019). The concept of financial sustainability measurement: A case of food companies from Northern Europe. *Sustainability (Switzerland)*, 11(18). <https://doi.org/10.3390/su11185139>

|

LAMPIRAN