

PENGARUH CASH CONVERSION CYCLE, STOCK CONVERSION PERIOD, AVERAGE COLLECTION PERIOD, PAYABLE DEFERRAL PERIOD, DAN NET RECEIVABLE PERIOD TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DENGAN CURRENT RATIO, LEVERAGE DAN FIRM SIZE SEBAGAI VARIABEL KONTROL

(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2021)

Muhammad Miftahuddin, R. Djoko Sampurno¹

muhammadmiftahuddin080801@gmail.com

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aimed to examine the effect of Cash Conversion Cycle (CCC), Stock Conversion Period (SCP), Average Collection Period (ACP), Payable Deferral Period (PDP), and Net Receivable Period (NRP) on the performance of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Company performance was measured by Return on Assets (ROA) which described accounting-based performance and the Tobin's Q (TQ) ratio which described market-based performance. This study also added Current Ratio (CR), Leverage (LEV), and Firm Size (SZ) as control variables.

The population used in this study was manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2015 to 2021 period. The number of samples used was 120 companies which were taken using a purposive sampling method. The analytical method used was panel data regression with the addition of the Robust Standard Error procedure to overcome the heteroscedasticity problem in the Fixed Effect Model (FEM).

The results showed that CCC and SCP had a significant negative effect on both measures of firm performance. PDP was found to have a significant negative effect on ROA, but a significant positive effect on market size. ACP had a negative effect on both measures of firm performance, but not supported by statistical significance. NRP had an insignificant positive effect on ROA and an insignificant negative effect on TQ. In addition, Firm Size (SZ) had a negative effect on ROA and TQ. CR had a positive effect on both measures of firm performance and LEV was found to have a significant negative effect on ROA and an insignificant positive effect on TQ.

Keywords: Working Capital Management, Cash Conversion Cycle, Net Receivable Period, Firm Performance.

PENDAHULUAN

Permasalahan ekonomi dunia telah bergeser, dari krisis multidimensional akibat covid-19 menjadi tekanan ekonomi global yang disebabkan oleh ketegangan geopolitik di Ukraina serta Selat Taiwan. Kondisi tersebut mengakibatkan tingginya harga komoditas seperti gas alam dan pangan. Hal itu kemudian berdampak pada tekanan inflasi secara global. Berdasarkan data Kemenkeu per 23 September 2022 inflasi UK berada pada level 9,9%, US 8,3%, Uni Eropa 9,1%, Sedangkan Indonesia pada level 4,7%. Bank sentral

¹ Corresponding author

masing-masing negara telah merespon dengan meningkatkan suku bunga dan pengetatan likuiditas untuk mengendalikan laju inflasi. Bank sentral UK telah menaikkan suku bunga sebesar 200 bps, US 300 bps, Uni Eropa 125 bps, dan Indonesia 75 bps (Kemenkeu, Sept 2022).

Bank Dunia menyebutkan bahwa jika suku bunga naik secara cepat dan ekstrem serta dilakukan secara bersama-sama, maka risiko resesi di tahun depan semakin besar. Dengan kata lain, pertumbuhan ekonomi global akan terkoreksi. Hal ini didukung oleh Indeks PMI Global yang mengalami penurunan dari 51,1 pada Februari 2022 menjadi 50,3 pada Agustus 2022. Selain itu, sebanyak 40% negara G20 dan ASEAN 6 juga mengalami kontraksi pada sektor manufakturnya, seperti Jerman, Uni Eropa, UK, Italia, Tiongkok, dan Korea Selatan. Hanya 24% negara G20 yang mengalami ekspansi, salah satu di antaranya adalah Indonesia, Thailand, Rusia dan Arab Saudi.

Dalam situasi global seperti itu, kinerja perekonomian Indonesia cukup tinggi. Berdasarkan data Badan Pusat Statistik (2022) pertumbuhan ekonomi Indonesia pada kuartal IV 2021 sebesar 3,67% berdasarkan Produk Domestik Bruto (PDB). Kemudian pada kuartal I 2022 PDB naik menjadi 5,02%, pada kuartal II 2022 tumbuh menjadi 5,45% dan pada kuartal III 2022 melesit menjadi 5,72%. Salah satu sektor yang berkontribusi besar terhadap PDB nasional adalah industri manufaktur. Sektor manufaktur pada kuartal III tahun 2022 menyumbang sekitar 910.434,10 miliar rupiah atau berkontribusi sebesar 17,88% terhadap PDB nasional. Hal ini membuat sektor manufaktur menjadi penting dalam perekonomian nasional. Namun sepanjang tahun 2015 hingga tahun 2022 kontribusi sektor manufaktur terus menurun. Berdasarkan data dari BPS, 2022 kontribusi sektor manufaktur terhadap PDB nasional sebesar 20,99% pada 2015 kemudian turun menjadi 20,52% di tahun 2016, 19,86% di tahun 2017 dan 19,70% di tahun 2018. Hal ini diperkuat dengan adanya stagnasi pada sektor manufaktur yang tercermin dari data laju pertumbuhan PDB sektor manufaktur yang berkisar 3,39 hingga 4,33 sepanjang periode 2015 hingga 2021. Mengetahui kinerja perusahaan manufaktur dapat menjadi kunci agar perbaikan perusahaan dapat dilakukan sehingga kontribusinya terhadap PDB nasional meningkat.

Untuk itu, peningkatan kinerja perusahaan memerlukan pengukuran yang mampu menjelaskan seberapa efektif dan efisien setiap perusahaan. Salah satunya adalah pengukuran kinerja perusahaan berbasis akuntansi yang diukur dengan ROA (*Return on Asset*). Pengukuran berbasis akuntansi menilai kinerja perusahaan dari sudut pandang kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yang tercermin dari laporan keuangannya (Chancharat dan Kumpamool, 2021). Oleh karenanya, pendekatan berbasis akuntansi menggambarkan tindakan manajemen dalam mengelola perusahaan. Namun ukuran ini hanya melihat kinerja perusahaan di masa lalu yang belum tentu mencerminkan kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

Selain itu, pendekatan berbasis pasar juga dapat digunakan untuk melengkapi kelemahan dari pengukuran kinerja berbasis akuntansi. Pendekatan berbasis pasar menilai kinerja perusahaan dengan mempertimbangkan harga pasar saham. Harga pasar saham dapat mencerminkan informasi publik yang di dalamnya juga mencakup data akuntansi, informasi orang dalam menurut pasar efisien bentuk kuat, tetapi tidak terpengaruh oleh kebijakan akuntansi yang berbeda (Chancharat dan Kumpamool, 2021). Kinerja berbasis pasar diukur dengan rasio Tobin's Q. Rasio ini mencerminkan penilaian pasar perusahaan dan kinerja saham untuk mengukur kekayaan pemegang saham riil. Rasio Tobin's Q yang tinggi (lebih dari satu) menggambarkan bahwa nilai pasar ekuitas perusahaan lebih besar dari nilai bukunya yang artinya perusahaan memiliki prospek pertumbuhan di masa yang akan datang.

Kinerja perusahaan yang baik tidak terlepas dari keputusan-keputusan manajemen keuangan yang diambil oleh perusahaan. Keputusan tersebut salah satunya adalah

keputusan keputusan modal (Desai, 2021). Keputusan modal kerja lebih berfokus pada kegiatan operasi bisnis dan bersifat jangka pendek, seperti kegiatan pengadaan bahan baku kemudian mengubahnya menjadi barang jadi hingga penagihan dari debitur (Soukhakian & Khodakarami, 2019). Manajemen modal kerja dapat diukur dengan beberapa metode, salah satunya adalah siklus konversi kas atau *cash conversion cycle* (CCC). CCC merupakan ukuran yang menjelaskan lamanya waktu antara pembelian persediaan perusahaan dan penerimaan uang tunai dari piutang dagangnya (Amponsah-Kwatiah et al., 2020). Loo & Lau (2019) dan Deari et al. (2022) menjelaskan bahwa *cash conversion cycle* merupakan jumlah dari periode rata-rata pengumpulan piutang usaha atau *average collection period* (ACP) dengan periode perputaran persediaan dalam hari atau *stock conversion period* (SCP) dan dikurangi dengan periode penangguhan utang usaha atau *payable deferral period* (PDP).

Selain itu, penelitian ini memasukan variabel yang relatif baru untuk mengukur modal kerja perusahaan, yaitu NRP. *Net receivable period* atau NRP merupakan hasil pengurangan antara *average collection period* (ACP) dengan *payable deferral period* (PDP) yang menggambarkan kekuatan daya tawar antara kebijakan kredit pemasok dan pelanggan (Desai, 2021). Berikut merupakan data laporan keuangan perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015 – 2021 yang menunjukkan adanya *fenomena gap*:

Tabel 1
Rata-Rata ROA, Tobin's Q, CCC, SCP, ACP, PDP dan NRP Sektor Manufaktur Tahun 2015 – 2021

Variabel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROA (%)	3,89	5,23	4,07	5,68	4,05	1,94	4,33
TQ (Rasio)	1,690	1,873	1,920	1,794	1,593	1,599	1,537
CCC (Hari)	112,92	114,40	122,09	115,48	121,47	128,90	114,38
SCP (Hari)	104,86	107,14	108,81	106,09	115,41	125,06	113,99
ACP (Hari)	58,19	58,62	61,94	59,69	61,79	69,47	58,35
PDP (Hari)	50,13	51,36	48,66	50,30	55,72	65,65	57,96
NRP (Hari)	8,06	7,27	13,28	9,39	6,06	3,82	0,39

(Sumber: Bloomberg, diolah 2022)

Berdasarkan Tabel 1, *fenomena gap* terjadi pada tahun 2015-2016 yang mana terjadi peningkatan pada variabel *cash conversion cycle* (CCC) yang diikuti dengan peningkatan ROA dan rasio Tobin's Q. Hal ini tidak sesuai dengan teori yang dikemukakan Afrifa & Tingbani (2018) yang menyebutkan pengaruh terbalik antara CCC dengan ROA dan rasio Tobin's Q. Pada variabel SCP terjadi fenomena di tahun 2015-2016, dimana SCP meningkat sebesar 2,28 hari dan diikuti dengan peningkatan ROA sebesar 1,34%. Selain itu, pada tahun 2016-2019, nilai SCP mengalami peningkatan sebesar 2,28 hari yang diikuti dengan peningkatan pada rasio Tobin's Q sebesar 0,1825. Hal ini bertentangan dengan temuan Nguyen (2020) dan Sawarni (2020) yang menyebutkan pengaruh negatif terjadi antara SCP dengan ROA dan rasio Tobin's Q.

Pada variabel ACP, fenomena terjadi pada tahun 2015-2016 yang mana ACP meningkat sebesar 0,43 hari dan dibarengi dengan peningkatan ROA sebesar 1,34% dan rasio Tobin's Q sebesar 0,18. Kondisi tersebut tidak sesuai dengan teori yang dijelaskan oleh Nguyen (2020) yang menyebutkan pengaruh negatif antara ACP dengan ROA dan rasio Tobin's Q. Sedangkan pada variabel PDP, tahun 2020-2021 menjadi salah satu fenomena gap. PDP mengalami penurunan sebesar 7,68 hari dan diikuti dengan

peningkatan ROA sebesar 2,39% dan penurunan rasio Tobin's Q sebesar 0,2. Hal itu berbeda dengan temuan Sheikh et al., (2016) dan Arachchi (2017) yang menyebutkan korelasi positif antara PDP dengan ROA dan rasio Tobin's Q. Fenomena gap juga terjadi pada variabel NRP, yaitu tahun 2019 yang mengalami penurunan sebesar 3,33 hari dan diikuti dengan penurunan ROA dan rasio Tobin's Q. Kondisi itu tidak selaras dengan temuan Desai, (2021) yang menyebutkan korelasi negatif.

Selain fenomena gap, inkonsistensi hasil penelitian juga ditemukan pada pengaruh CCC, SCP, ACP, PDP, NRP terhadap kinerja perusahaan. Inkonsistensi penelitian tersebut di antaranya pengaruh negatif signifikan pada variabel CCC dikonfirmasi oleh Afrifa dan Tingbani (2018) dan Farhan et al. (2021). Kayani et al. (2020) mengkonfirmasi temuan negatif signifikan pada variabel SCP terhadap ROA, sedangkan Sawarni (2020) temuan negatif signifikan terhadap rasio Tobin's Q. Pada variabel ACP, korelasi negatif signifikan dikonfirmasi oleh Loo & Lau (2019) terhadap ROA dan rasio Tobin's Q. Briones et al. (2022) menemukan hasil negatif PDP dengan ROA. Vijayakumaran (2019) juga mengkonfirmasi hasil negatif pada rasio Tobin's Q.

Pada variabel CCC, Altaf & Shah (2017) menyebutkan pengaruh positif signifikan dengan ROA dan rasio Tobin's Q. Amponsah-Kwatiah et al. (2020) mengkonfirmasi hasil positif signifikan antara SCP dengan ROA, sedangkan Desai (2021) mengkonfirmasi positif signifikan terhadap rasio Tobin's Q. Pengaruh positif signifikan dikonfirmasi pada hubungan ACP terhadap ROA (Lopez-Perez et al., 2018). Simon et al. (2018) mengkonfirmasi temuan itu dengan proxy rasio Tobin's Q. Pada variabel PDP terhadap ROA korelasi positif dikonfirmasi oleh Zariyawati et al. (2017), sedangkan terhadap rasio Tobin's Q dikonfirmasi oleh Sheikh et al. (2016).

Penelitian terdahulu dengan menggunakan variabel NRP atau selisih antara ACP dengan PDP masih sangat sulit dijumpai. Padahal, variabel tersebut merepresentasikan daya tawar kebijakan kredit pemasok dan kekuatan pelanggan (Lin et al. 2016). Sejauh ini, hanya ditemukan tiga literatur yang membahas mengenai selisih antara ACP dengan PDP. Lin et al. (2016) mengkonfirmasi korelasi positif signifikan terhadap ROA dan rasio Tobin's Q. Namun. Hal itu bertentangan dengan temuan Desai (2021) yang menunjukkan korelasi negatif tidak signifikan.

Penelitian ini turut menambahkan beberapa variabel kontrol, di antaranya adalah *current ratio*, *leverage* dan *firm size*. Penggunaan *current ratio* (CR) sebagai variabel kontrol didasarkan pada kesamaan antara manajemen likuiditas dengan manajemen modal kerja, yaitu sama-sama membahas komponen aset lancar. Namun, manajemen likuiditas memandang CR sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar utangnya, sedangkan manajemen modal kerja melihat dari sudut pandang pengelolaan aset lancar yang efisien untuk menunjang profitabilitas perusahaan. Amponsah-Kwatiah et al., (2020); Kayani et al., (2020); Golas (2020); Nguyen et al., (2020); dan Sawarni et al., (2020) telah menggunakan CR sebagai variabel kontrol pada penelitiannya.

Variabel *leverage* (LEV) digunakan sebagai variabel kontrol didasarkan pada dilematis penggunaan utang yang dapat menyebabkan *bankruptcy cost* yang tinggi serta menambah beban keuangan perusahaan (Wachowicz, 2012). Namun, disisi lain, utang dapat mengontrol perilaku oportunistik manajer. Sedangkan *firm size* (SZ) digunakan sebagai variabel kontrol didasarkan pada kemampuan perusahaan dalam memperoleh modal kerja. Perusahaan besar cenderung memiliki sumber daya yang besar untuk mendanai modal kerjanya. Selain itu, Wachowicz, (2012) menyebutkan bahwa perusahaan kecil rentan terhadap masalah likuiditas sehingga menjaga citra positif dihadapan kreditur sangat diperlukan, sedangkan perusahaan besar tidak mengalami hal demikian dan sumber pendanaan ekuitas lebih menguntungkan. Penggunaan SZ sebagai variabel kontrol ditemukan pada penelitian Loo & Lau, (2019); Boisjoly et al., (2020) dan Briones et al.,

(2022). Sedangkan LEV sebagai variabel kontrol telah dilaporkan oleh Sheikh et al., (2016); Altaf & Shah, (2017); Quy & Nguyen, (2017); Shoukhakian & Khodarakami, (2020) dan Chancharat & Kumpamool, (2020).

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dipaparkan, adanya fenomena *gap*, dan *research gap* di atas maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *Cash Conversion Cycle*, *Stock Conversion Period*, *Average Collection Period*, *Payable Deferral Period*, dan *Net Receivable Period* Terhadap Kinerja Perusahaan baik yang diukur dengan ROA maupun dengan TQ.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Operating Cycle Theory

Operating cycle theory merupakan teori yang menjelaskan bagaimana aktivitas operasi perusahaan dari produksi, distribusi, dan penagihan pada sektor manufaktur (Richard & Laughlin, 1980). Menurut teori ini, siklus operasi terdiri dari persediaan dan piutang dalam sudut pandang frekuensi, jumlah dan waktu untuk memahami arus kas. Jumlah hari kumulatif untuk piutang dan persediaan tersebut akan mencerminkan siklus operasi perusahaan. Dengan demikian, peningkatan jumlah periode piutang (ACP) dan persediaan (SCP) akan meningkatkan panjang siklus operasi, begitu sebaliknya. Siklus operasi yang panjang menyebabkan kebutuhan modal kerja yang relatif besar dan berdampak pada penurunan kinerja perusahaan.

Cash Conversion Cycle Theory

Cash conversion cycle theory merupakan teori yang menjelaskan mengenai periode waktu yang diperlukan untuk mengubah arus kas keluar menjadi arus kas masuk. Teori ini dikembangkan oleh Richard & Laughlin (1980) untuk mendukung bagaimana perusahaan dapat memiliki *operation cycle* yang lebih pendek dalam rangka mengurangi dampak dari manajemen modal kerja yang buruk. Richard & Laughlin, (1980) mengembangkan konsep penundanaan pembayaran utang (*payable deferral period*) yang diturunkan dari konsep perputaran utang dengan menghubungkan biaya operasi yang mengakibatkan arus kas keluar dengan utang dagang menjadi tertahan. Sehingga, perusahaan memiliki siklus operasi yang pendek namun tidak dihadapkan pada masalah likuiditas yang berakibat pada sulitnya akses pendanaan. Dengan demikian, semakin lamanya periode penundaan pembayaran utang (*payable deferral period*) maka siklus konversi kas menjadi semakin pendek dan berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan.

Agency Theory

Agency Theory merupakan konsep yang menjelaskan hubungan antara principal dengan agen (Jensen & Meckling, 1976). Adanya perbedaan kepentingan dan informasi asimetrik antara principal & agen mengakibatkan masalah keagenan. Scoot (2015) membedakan 2 jenis informasi asimetrik, yaitu: *Adverse Selection* yaitu, pihak internal memiliki informasi yang lebih banyak, cepat & akurat dibanding eksternal dan *moral hazard* yaitu manajer melakukan tindakan tanpa diketahui oleh stakeholder (manajer berlaku oportunist). Teori ini sangat berkaitan dengan manajemen modal kerja, salah satunya adalah mekanisme utang yang mampu menjadi kontrol atas tindakan manajer dalam melakukan kegiatan operasional perusahaan. Melalui utang, perusahaan harus melakukan pembayaran atas pokok pinjaman sekaligus beban bunga secara periodik. Adanya kewajiban-kewajiban tersebut, mampu mengurangi kontrol manajer terhadap aliran kas perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Sehingga, penggunaan utang mampu meningkatkan kinerja perusahaan.

Transaction Cost Economic Theory

Transaction cost economic theory berpendapat bahwa dalam membuat keputusan haruslah meminimalkan biaya transaksi (Ronald, 1973). Biaya transaksi merupakan semua

sumber daya yang dikeluarkan untuk mencapai kesepakatan atas pertukaran barang & jasa (Kirchner & Picot, 1987). Teori ini dapat menjadi teori pendukung yang dapat menjelaskan hubungan antara manajemen modal kerja dengan kinerja perusahaan. Menurut teori ini satu-satunya motif menyimpan persediaan harus didasarkan pada motif biaya dan manfaat (Marennya et al. 2020). Biaya yang terkait dengan persediaan di antaranya adalah biaya-biaya yang terkait dengan pemesanan dan biaya penyimpanan atau biaya yang terkait dengan pemeliharaan. Semakin tinggi persediaan maka biaya penyimpanan dan pemeliharaan semakin besar sedangkan biaya pemesanan akan murah. Meskipun biaya pemesanan murah, namun biaya penyimpanan jauh lebih besar, sehingga kinerja perusahaan semakin menurun. Dengan demikian, semakin tinggi persediaan maka biaya yang ditimbulkan menjadi lebih besar yang berdampak pada kinerja perusahaan yang menurun.

Pengaruh CCC terhadap Kinerja Perusahaan

Cash conversion cycle didefinisikan sebagai ukuran efisiensi dalam manajemen modal kerja dimana CCC merepresentasikan jumlah waktu dalam hari yang diperlukan perusahaan untuk mengubah persediaan bahan baku sampai dengan menjadi penjualan (Amponsah-Kwatiah, 2020). Pengaruh CCC terhadap kinerja perusahaan dapat dijelaskan dengan sudut pandang *cash conversion cycle theory*. Periode CCC yang lebih pendek menunjukkan efisiensi dalam pengelolaan modal kerja. Semakin pendek CCC maka semakin cepat arus kas keluar untuk berubah menjadi arus kas masuk yang menjadikan ketersediaan kas meningkat yang mana kas ini dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Dengan demikian, perusahaan dapat terhindar dari masalah kekurangan kas untuk melakukan aktivitas operasionalnya. Pengaruh negatif CCC terhadap kinerja perusahaan (ROA) didukung oleh temuan Afrifa & Tingbani, (2018); Kusuma & Bachtiar (2018); Evci & Sak, (2018); Soukhakian & Khodarami, (2019); Nguyen et al. (2020); Kayani et al. (2020); Golas et al. (2020); Lopez et al. (2020); Anton & Nucu (2020); dan Deari et al. (2022). Sedangkan temuan pengaruh negatif CCC terhadap rasio TQ dilaporkan oleh Afrifa & Tingbani, (2018); Chancarat & Kumpamool, (2021); Farhan et al., (2021); Sianipar, (2018); Sunday, (2018) dan Theresa et al., (2020). Atas dasar itu hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1a : CCC berpengaruh negatif terhadap ROA

H1b : CCC berpengaruh negatif terhadap Rasio Tobin's Q

Pengaruh NRP terhadap Kinerja Perusahaan

NRP didefinisikan sebagai selisih antara periode rata-rata penagihan piutang dengan periode penundaan pembayaran utang (Desai, 2021). Metrik ini menggambarkan daya tawar atas kebijakan kredit yang dilakukan perusahaan. ACP menggambarkan kebijakan penjualan kredit perusahaan yang dikaitkan dengan daya tawar dari pelanggan atau *bargaining power of buyer*. Sedangkan, PDP menggambarkan kebijakan penundaan pembayaran kredit perusahaan yang dikaitkan dengan daya tawar dari pemasok atau *bargaining power of supplier* (Lin et al., 2016). Pengaruh NRP terhadap kinerja perusahaan dijelaskan dalam penelitian Desai, (2021) yang menyatakan bahwa semakin besar NRP suatu perusahaan maka semakin kecil cadangan kas yang ada, sehingga peluang investasi yang lebih menguntungkan menjadi berkurang. Dengan kata lain, peningkatan NRP justru akan memperburuk kinerja perusahaan. Hal itu senada dengan temuan Lin et al., (2016) yang menyatakan pengaruh negatif antara NRP dengan kinerja perusahaan (TQ dan ROA). Lin et al. (2016) mengaitkan lamanya NRP justru akan membuat keuntungan penghematan uang tunai atas diskon semakin berkurang, sehingga kinerja perusahaan menjadi menurun. Dengan demikian NRP yang lebih pendek atau bahkan negatif menjadi lebih bermakna bagi peningkatan kinerja perusahaan (TQ dan ROA). Atas dasar itu, hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H2a : NRP berpengaruh negatif terhadap ROA

H2b : NRP berpengaruh negatif terhadap Rasio Tobin's Q

Pengaruh SCP terhadap Kinerja Perusahaan

Stock conversion period (SCP) merupakan periode waktu yang dibutuhkan untuk mengkonversi persediaan bahan baku menjadi barang jadi lalu menjualnya (Desai, 2021). Pengaruh SCP terhadap kinerja perusahaan dapat dijelaskan oleh *cash conversion cycle theory*. Teori tersebut berpendapat bahwa semakin lama periode konversi persediaan, maka semakin lama pula periode konversi arus kas keluar untuk pembelian persediaan menjadi arus kas masuk atas penjualan produk. Hal ini mengakibatkan siklus operasi yang lebih lama dan modal kerja yang semakin besar (Richard & Laughlin, 1980). Selain itu, SCP yang panjang juga dikaitkan dengan biaya yang besar dan mengarah pada inefisiensi perusahaan. Biaya-biaya tersebut di antaranya beban bunga, biaya pemeliharaan gudang, biaya penyimpanan, kerugian karena kerusakan persediaan, kerugian karena turunnya kualitas dan kerugian karena keuangan terlebih untuk persediaan yang memiliki masa kedaluwarsa (Horne & Wachowicz, 2012). Pengaruh negatif SCP dengan kinerja juga didukung oleh *transaction cost economic theory*. Menurut teori ini dalam membuat keputusan harus didasarkan pada meminimalan biaya transaksi (Ronald, 1973 dalam Marennya et al. 2020). Dengan kata lain, satu-satunya motif menyimpan persediaan harus didasarkan pada motif biaya dan manfaat (Marennya et al. 2020). Semakin tinggi persediaan maka biaya yang ditimbulkan menjadi lebih besar yang berdampak pada kinerja perusahaan yang menurun. Pengaruh negatif ini didukung oleh temuan Arachchi et al., (2017); Yunos et al., (2018); Golas; (2020); Kayani et al., (2020); dan Lopez et al., (2020). Sedangkan temuan negatif terhadap rasio TQ dilaporkan oleh Vijayakumaran; (2019); Sawarni et al. (2020); dan Nguyen et al., (2020). Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H3a : SCP berpengaruh negatif terhadap ROA

H3b : SCP berpengaruh negatif terhadap Rasio Tobin's Q

Pengaruh ACP terhadap Kinerja Perusahaan

Periode rata-rata penagihan piutang atau *average collection period* (ACP) merupakan lamanya waktu dalam hari dimana pelanggan melakukan pembayaran piutangnya kepada perusahaan (Brigham & Houston, 2011). Metrik ini menggambarkan seberapa efektif dan efisien dalam kaitannya dengan kebijakan kredit yang diberikan penjualan. ACP menjelaskan mengenai investasi perusahaan pada piutang usaha melalui kebijakan kelonggaran kredit akan meningkatkan investasi modal kerja. Dengan kata lain, penjualan kredit meningkat yang tercermin dari peningkatan piutang. Peningkatan piutang yang tidak diikuti dengan periode penagihan yang pendek akan memperburuk kinerja perusahaan. Pengaruh negatif tersebut juga ditemukan dalam penelitian Loo & Lau, (2019); Nandom et al., (2017); Shah & Khan, (2018); dan Nguyen, et al., (2020). Sedangkan hasil negatif terhadap kinerja berbasis pasar (TQ) dilaporkan oleh Arachchi et al., (2017); Vijayakumaran, (2019); Loo & Lau, (2019); Sawarni et al., (2020); dan Briones et al., (2022). Berdasarkan penjelasan tersebut, penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H4a : ACP berpengaruh negatif terhadap ROA

H4b : ACP berpengaruh negatif terhadap Rasio Tobin's Q

Pengaruh PDP terhadap Kinerja Perusahaan

Periode penundaan pembayaran utang atau *payable deferral period* didefinisikan sebagai jumlah waktu dalam hari yang diperlukan untuk membayar sejumlah kas untuk pembelian bahan baku dan tenaga kerja (Bringham & Houston, 2011). Pengaruh PDP terhadap kinerja perusahaan dapat dijelaskan secara logis oleh Richard & Laughlin, (1980). Menurutnya, penundaan periode pembayaran utang mengacu pada penundaan pembayaran

atas pendanaan spontan yang diperoleh dari utang dengan pemasok atau utang dagang dan beban akrual atau beban yang masih harus dibayar seperti beban gaji. Penundaan pembayaran dimaksudkan untuk memperoleh tambahan modal kerja dengan mudah dan murah, mengingat sifat pendanaan spontan yang tidak memerlukan biaya transaksi. Selaras dengan konsep teori biaya transaksi yang menunjukkan bahwa keputusan harus didasarkan pada meminimalan biaya. Maka dari itu, PDP yang tinggi akan meningkatkan kinerja perusahaan. Menurut sudut pandang *cash conversion cycle theory*, periode penundaan pembayaran akan mengkompensasi masalah likuiditas yang ditimbulkan dari investasi persediaan dan piutang yang sedikit. Menurutnya, dana yang seharusnya digunakan untuk membayar utang dapat dialihkan terlebih dahulu untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan dan mencetak profit terlebih dahulu. Selain itu, penundaan pembayaran juga menahan arus kas keluar, sehingga siklus konversi kas menjadi pendek. Konversi kas yang pendek mengindikasikan bahwa perusahaan dapat memutar uangnya dengan cepat. Dengan kata lain, profit semakin tinggi dan berdampak pada kinerja perusahaan. Temuan pengaruh positif ini didukung oleh Alvarez et al., (2017); Gorondutse et al., (2017); Zariyawati et al., (2017); Farhan et al., (2021); dan Golas, (2020). Temuan pengaruh positif lainnya, yaitu terhadap rasio TQ dilaporkan oleh Sheikh et al., (2016); Arachchi, (2017). Atas dasar itu, hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

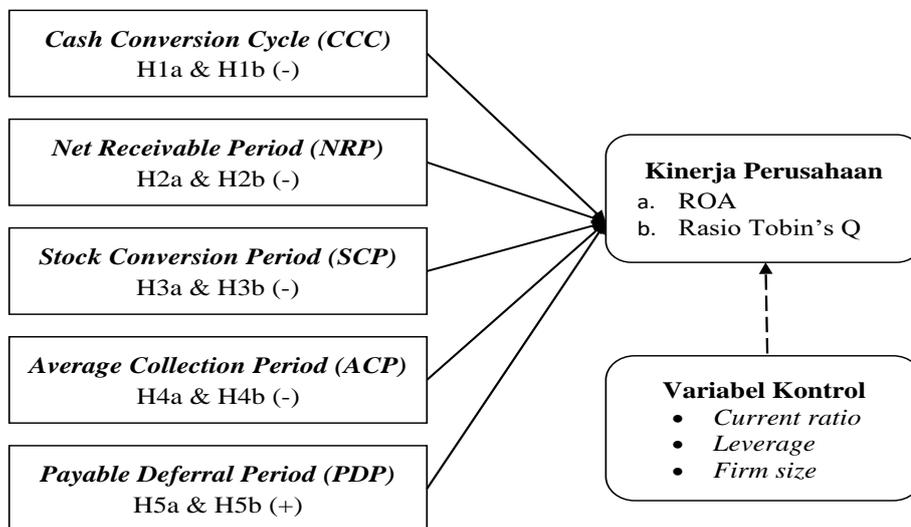
H5a : PDP berpengaruh positif terhadap ROA

H5b : PDP berpengaruh positif terhadap Rasio Tobin's Q

Kerangka Pemikiran

Berdasarkan pada landasan teori, penelitian terdahulu dan hipotesis yang diajukan maka kerangka pemikiran dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Penelitian



Sumber: Altaf & Shah, (2017); Simon et al., (2018); Loo & Lau, (2019); Boisjoly et al., (2020); Nguyen et al., (2020); Amponsah-Kwatiah et al., (2020); Golas, (2020); Kayani et al., (2020); Sawarni et al., (2020); Farhan et al., (2021); Desai, (2021); Chancharat & Kumpamool, (2021); dan Briones et al., (2022).

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data laporan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015 hingga 2021 yang dihimpun dari Bloomberg dan situs resmi perusahaan. Jumlah sampel yang digunakan adalah 120

perusahaan atau 840 observasi yang diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Pada penelitian ini, variabel yang digunakan dan definisi operasional dijelaskan dalam tabel 2 sebagai berikut:

Tabel 2
Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel	Simbol	Rumus
<i>Return on asset</i>	ROA	Net income/Total Asset
Rasio Tobin's Q	TQ	[(Harga Saham X Jumlah Saham Beredar) + (Total Utang – Total Aset Lancar)]/Total Asset
<i>Cash conversion cycle</i>	CCC	SCP + ACP – PDP
<i>Net receivable period</i>	NRP	ACP – PDP
<i>Stock conversion period</i>	SCP	Inventory/Cost of Good Sold X 365 hari
<i>Average collection period</i>	ACP	Account Receivable/Sales X 365 hari
<i>Payable deferral period</i>	PDP	Account Payable/ Cost of Good Sold X 365 hari
<i>Current ratio</i>	CR	Current Asset/Current Liabilities
<i>Leverage</i>	LEV	Total Debt/Total Asset
<i>Firm size</i>	SZ	Ln (Total Asset)

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi data panel yang ditambahkan prosedur *robust standard error* pada model *fixed effect* yang tercemar masalah heteroskedastisitas. Tujuannya adalah untuk meningkatkan estimasi varians dari koefisien regresi yang membantu mengurangi kesalahan uji t statistik dan F statistik (Wooldgridge, 2016). Secara matematis, persamaan model regresi yang digunakan pada penelitian ini adalah:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SZ_{it} + e_{it} \tag{1}$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 NRP_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SZ_{it} + e_{it} \tag{2}$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 SCP_{it} + \beta_2 ACP_{it} + \beta_3 PDP_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SZ_{it} + e_{it} \tag{3}$$

$$TQ_{it} = \alpha + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SZ_{it} + e_{it} \tag{4}$$

$$TQ_{it} = \alpha + \beta_1 NRP_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SZ_{it} + e_{it} \tag{5}$$

$$TQ_{it} = \alpha + \beta_1 SCP_{it} + \beta_2 ACP_{it} + \beta_3 PDP_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SZ_{it} + e_{it} \tag{6}$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 3
Statistik Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
TQ	840	1,395501	,8225731	,635	3,2
ROA	840	,04005	,0690331	-,0865	,2005
CCC	840	116,1242	79,35099	-3,07	301,97
SCP	840	109,5959	67,11662	39,34	281,61
PDP	840	53,35535	34,38874	3,87	179,72
ACP	840	59,29898	32,67436	14,77	141,305
NRP	840	7,477512	47,93531	-136,675	147,97
CR	840	2,185762	1,522785	,605	6,14
LEV	840	,267856	,1756571	,004	,827
SZ	840	28,67499	1,573448	25,69	32,726

Sumber: *Output STATA 14*

Tabel 3 di atas merupakan hasil output statistik deskriptik pada 120 perusahaan sektor manufaktur periode 2015 hingga 2019. Berdasarkan output di atas, dapat terlihat bahwa jumlah observasi dari penelitian ini adalah 840 data. Pada variabel dependen ROA dan TQ memiliki nilai rata-rata sebesar 0,04005 dan 1,395501 sedangkan nilai standar deviasinya adalah 0,0690331 dan 0,8225731 artinya hanya ROA yang memiliki variabilitas data yang tinggi. Nilai rata-rata CCC, SCP, PDP, ACP dan NRP masing-masing adalah 116,1242; 109,5959; 53,35535; 59,29898; dan 7,477512. Adapun nilai standar deviasinya adalah 79,35099; 67,11662; 34,38874; 32,67436; dan 47,93531. Sedangkan nilai terendahnya adalah sebesar -3,07; 39,34; 3,87; 14,77; dan -136,675 serta nilai maksimumnya adalah 301,97; 281,61; 179,72; 141,305; dan 147,97. Untuk variabel kontrol CR, LEV dan SZ masing-masing nilai rata-ratanya adalah 2,185762; 0,267856; dan 28,67499 sedangkan nilai standard deviasinya adalah 1,522785; 0,1756571; dan 1,573448. Dengan kata lain, nilai rata-rata pada variabel kontrol lebih tinggi dibandingkan standar deviasinya sehingga variabilitas data yang ada relatif rendah.

Hasil Analisis Regresi

Tabel 4
Hasil Regresi – Variabel Dependen ROA

VARIABLES	Model 1A		Model 2A		Model 3A	
	<i>Fixed Effect</i> ROA	<i>Robust</i> ROA	<i>Fixed Effect</i> ROA	<i>Robust</i> ROA	<i>Fixed Effect</i> ROA	<i>Robust</i> ROA
CCC	-0,000*** (0,000)	-0,000*** (0,000)				
NRP			0,000 (0,000)	0,000 (0,000)		
SCP					-0,000*** (0,000)	-0,000*** (0,000)
ACP					-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)
PDP					-0,000*** (0,000)	-0,000** (0,000)
CR	0,008*** (0,002)	0,008** (0,003)	0,006*** (0,002)	0,006 (0,004)	0,005** (0,002)	0,005 (0,003)
LEV	-0,119*** (0,016)	-0,119*** (0,025)	-0,124*** (0,016)	-0,124*** (0,025)	-0,113*** (0,015)	-0,113*** (0,022)
SZ	-0,005 (0,006)	-0,005 (0,007)	-0,014** (0,006)	-0,014 (0,008)	-0,002 (0,006)	-0,002 (0,007)
Constant	0,224 (0,165)	0,224 (0,189)	0,464*** (0,166)	0,464** (0,223)	0,194 (0,158)	0,194 (0,190)
No, of observations	840	840	840	840	840	840
No, of companies	120	120	120	120	120	120
R – square	0,1583	0,1583	0,1198	0,1198	0,2254	0,2254
F – statistics	33,67	16,40	24,37	9,72	34,63	15,13
Prob > F	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***
Hausman test (Prob > chi2)	0,0004		0,0009		0,0000	
Wald test for heteroskedasticity	0,0000		0,0000		0,0000	

*Notes: Standard errors in parentheses *** p<0,01, ** p<0,05*

Source: Authors' computation using stata 14

Berdasarkan Tabel 4 menunjukkan bahwa model 1A memiliki nilai R^2 sebesar 15,83%, model 2A sebesar 11,98% dan pada model 3A sebesar 22,54%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen dan kontrol mampu menjelaskan variabel dependen ROA sebesar 15,83%; 11,98% dan 22,54% sedangkan sisanya dijelaskan diluar model. Nilai probabilitas F statistik pada semua model menunjukkan nilai 0,0000 dan signifikan 1%. Dengan demikian, masing-masing variabel independen dan kontrol pada setiap model berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen ROA. Berdasarkan Hausman test, nilai probabilitas χ^2 model 1A sebesar 0,0004, model 2A sebesar 0,0009 dan model 3A sebesar 0,0000. Hal ini mengindikasikan bahwa hanya model *fixed effect* yang menjadi model terbaik pada masing-masing model regresi.

Tabel 5
Hasil Regresi – Variabel Dependen TQ

VARIABLES	Model 1A		Model 2A		Model 3A	
	<i>Fixed Effect</i>	<i>Robust</i>	<i>Fixed Effect</i>	<i>Robust</i>	<i>Fixed Effect</i>	<i>Robust</i>
	TQ	TQ	TQ	TQ	TQ	TQ
CCC	-0,002*** (0,000)	-0,002*** (0,001)				
NRP			-0,002*** (0,001)	-0,002 (0,001)		
SCP					-0,003*** (0,001)	-0,003*** (0,001)
ACP					-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)
PDP					0,003*** (0,001)	0,003*** (0,001)
CR	0,011 (0,018)	0,011 (0,025)	0,009 (0,019)	0,009 (0,026)	0,008 (0,018)	0,008 (0,026)
LEV	0,236 (0,140)	0,236 (0,223)	0,230 (0,143)	0,230 (0,246)	0,244 (0,141)	0,244 (0,231)
SZ	-0,278*** (0,051)	-0,278*** (0,104)	-0,338*** (0,051)	-0,338*** (0,113)	-0,298*** (0,051)	-0,298*** (0,106)
Constant	9,572*** (1,452)	9,572*** (2,963)	11,030*** (1,449)	11,030*** (3,229)	10,093*** (1,445)	10,093*** (2,991)
No, of observations	840	840	840	840	840	840
No, of companies	120	120	120	120	120	120
R – square	0,1089	0,1089	0,0766	0,0766	0,1156	0,1156
F – statistics	21,87	8,58	14,86	4,09	15,55	7,61
Prob > F	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0038***	0,0000***	0,0000***
Hausman test (Prob > chi2)	0,0000		0,0000		0,0000	
Wald test for heteroskedasticity	0,0000		0,0000		0,0000	

Notes: Standard errors in parentheses *** p<0,01, ** p<0,05
Source: Authors' computation using stata 14

Berdasarkan Tabel 5 menunjukkan bahwa model 1B memiliki nilai R^2 sebesar 10,89%, model 2B sebesar 7,66% dan pada model 3B sebesar 11,56%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen dan kontrol mampu menjelaskan variabel dependen TQ sebesar

10,89%; 7,66% dan 11,56% sedangkan sisanya dijelaskan diluar model. Nilai probabilitas F statistik pada semua model menunjukkan nilai 0,0000 pada model 1B dan 3B, sedangkan model 2B probabilitas F statistik sebesar 0,0038. Namun, semuanya berada pada level signifikan 1%. Dengan demikian, masing-masing variabel independen dan kontrol pada setiap model berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen TQ. Berdasarkan Hausman test, nilai probabilitas chi^2 pada semua model sebesar 0,0000. Hal ini mengindikasikan bahwa hanya model *fixed effect* yang menjadi model terbaik pada masing-masing model regresi. Selain itu berdasarkan uji multikolinearitas dapat diketahui bahwa semua variabel independen yaitu CCC, NRP, SCP, ACP dan PDP serta variabel kontrol CR, LEV dan SZ pada ketiga model regresi memiliki nilai korelasi Pearson kurang dari 0,85. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa semua model regresi terbebas dari masalah multikolinearitas. Berdasarkan uji wald diketahui nilai probabilitas chi^2 bernilai $0,000 < 0,05$ pada semua model regresi. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semua model regresi tidak memenuhi asumsi heteroskedastisitas. Sehingga prosedur *robust standard error* perlu dilakukan untuk memperkuat hasil regresi.

Pengaruh CCC terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan Tabel 4 dan Tabel 5 nilai koefisien *cash conversion cycle* (CCC) masing-masing sebesar -0,000 dan -0,002 dan signifikan 1% terhadap kedua ukuran kinerja perusahaan (ROA & TQ). Sehingga, **hipotesis 1a dan hipotesis 1b dinyatakan diterima**. Periode CCC yang pendek menunjukkan semakin cepatnya interval arus kas keluar menjadi arus kas masuk, sehingga perusahaan dapat memperoleh tambahan modal kerja dan meningkatkan kapasitas operasionalnya. Selain itu, perusahaan juga terhindar dari masalah kekurangan kas untuk membiayai aktivitas operasionalnya. Hasil penelitian ini memberi penegasan bahwa *operating cycle theory* dan *cash conversion cycle theory* lebih relevan untuk menjelaskan kondisi perusahaan sektor manufaktur di Indonesia terutama dalam pengelolaan modal kerja. Hasil penelitian ini selaras dengan temuan Afrifa & Tingbani, (2018); Kusuma & Bachtiar (2018); Kayani et al. (2020); Golas et al. (2020); Lopez et al. (2020); Anton & Nucu (2020); dan Deari et al. (2022). Sedangkan temuan pengaruh negatif CCC terhadap rasio TQ dilaporkan oleh Afrifa & Tingbani, (2018); Chancarat & Kumpamool, (2021); Farhan et al., (2021); Sianipar, (2018); Sunday, (2018) dan Theresa et al., (2020).

Pengaruh NRP terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan Tabel 4 dan Tabel 5 NRP berpengaruh positif tidak signifikan terhadap ROA, sehingga **hipotesis 2a ditolak**. NRP positif atau berpengaruh positif berarti nilai ACP lebih besar daripada PDP. Secara logis, adanya kebijakan kelonggaran kredit akan mengakibatkan peningkatan penjualan yang berakibat pada peningkatan ROA. Pada model 2B, NRP ditemukan berpengaruh negatif namun tidak didukung signifikansi statistik. Dengan demikian, **hipotesis 2b diterima**. Pengaruh negatif antara NRP dengan TQ mengindikasikan bahwa kebijakan menerima tawaran pemasok untuk membayar lebih awal dan mendapatkan diskon lebih menarik di mata pemegang saham. Terlebih jika dihadapkan pada situasi pasar monopoli yang diciptakan pemasok serta kompetisi untuk memperebutkan pelanggan (Lin et al., 2016). Sedangkan Desai, (2021) mengaitkan hasil negatif ini dengan kesempatan berinvestasi. NRP yang negatif mengindikasikan cadangan kas yang cukup besar, sehingga memiliki kesempatan berinvestasi untuk mendatangkan keuntungan bagi perusahaan.

Pengaruh SCP terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan Tabel 4 dan Tabel 5 nilai koefisien *stock conversion period* (SCP) masing-masing sebesar -0,000 dan -0,003 dan signifikan 1% terhadap kedua ukuran kinerja perusahaan (ROA & TQ). Sehingga, **hipotesis 3a dan hipotesis 3b dinyatakan diterima**. Hasil negatif pada penelitian ini juga dikonfirmasi oleh Arachchi et al., (2017); Yunos et

al., (2018); Golas; (2020); Kayani et al., (2020); dan Lopez et al., (2020). Sedangkan temuan negatif terhadap TQ dilaporkan oleh Vijayakumaran; (2019); Sawarni et al. (2020); dan Nguyen et al., (2020).

Pengaruh SCP negatif signifikan menunjukkan bahwa semakin pendek periode SCP, maka kinerja perusahaan akan meningkat. Periode SCP yang pendek mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk menjual produknya dengan cepat. Dengan demikian, hasil ini memperkuat pandangan *operating cycle theory* dan *cash conversion cycle theory* yang lebih menyukai periode siklus operasi dan konversi kas yang pendek untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Selain itu, periode SCP yang pendek juga mengindikasikan efisiensi terjadi di dalam sebab, periode yang pendek akan mengurangi biaya penyimpanan, biaya pemeliharaan gudang, biaya kerugian karena turunnya kualitas persediaan, biaya kerugian atas kerusakan persediaan yang berkurang, sehingga kinerja perusahaan menjadi meningkat. Dengan demikian, temuan ini juga relevan dengan *transaction cost economics theory* dalam kasus perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh ACP terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan Tabel 4 dan Tabel 5 nilai koefisien *average collection period* (ACP) masing-masing sebesar -0,000 dan -0,001, namun tidak didukung signifikansi statistik terhadap kedua ukuran kinerja perusahaan (ROA & TQ). Sehingga, **hipotesis 4a dan hipotesis 4b dinyatakan diterima**. Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa periode ACP yang pendek justru akan meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini dikaitkan dengan efisiensi dalam penagihan piutang perusahaan, sehingga kemungkinan terjadinya piutang tak tertagih menjadi kecil dan kinerja perusahaan menjadi meningkat. Hasil negatif ini telah disampaikan oleh Loo & Lau, (2019); Nandom et al., (2017); Shah & Khan, (2018); dan Nguyen, et al., (2020). Sedangkan hasil negatif TQ dilaporkan oleh Arachchi et al., (2017); Vijayakumaran, (2019); Loo & Lau, (2019); Sawarni et al., (2020); dan Briones et al., (2022).

Pengaruh PDP terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan Tabel 4 dan Tabel 5 nilai koefisien *payable deferral period* (PDP) masing-masing sebesar -0,000 dan 0,003 dan signifikan 1% terhadap kedua ukuran kinerja perusahaan (ROA & TQ). Dengan demikian **hipotesis 5a ditolak dan 5b diterima**. Perbedaan hasil ini disebabkan oleh adanya krisis multidimensional karena covid-19 pada tahun 2020 – 2021. Adanya krisis tersebut menyebabkan keunikan pada data pengamatan. Untuk melihat dengan jelas bagaimana krisis mempengaruhi hasil penelitian, Tabel 6 menyajikan hasil regresi sebagai *post hoc* penelitian ini.

Tabel 6
Post Hoc

Data 2015 – 2021		Data 2015 – 2019	
ROA	TQ	ROA	TQ
-0.000***	0.003***	0.000	0.003***
(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.001)
Data 2020 – 2021		Data 2015 – 2020	
ROA	TQ	ROA	TQ
-0.000	-0.000	-0.000	0.003***
(0.000)	(0.002)	(0.000)	(0.001)

Sumber: *Output* STATA 14

Pengaruh PDP negatif dikaitkan dengan perusahaan yang membayar utangnya dengan cepat. Dengan kata lain, PDP menjadi pendek akan diuntungkan secara matematis. Sebab, perusahaan dapat memperoleh potongan harga atau diskon yang diberikan oleh pemasok. Hasil temuan ini didukung oleh temuan Lopez-Perez et al., (2018) Briones et al., (2022) dan Evci & Sak, (2018). Sedangkan pasar lebih menyukai PDP yang lebih panjang, hal ini dikaitkan dengan kesempatan bagi perusahaan memperoleh dana tambahan dalam

membayai modal kerjanya secara mudah dan murah melalui tambahan pendanaan secara spontan seperti utang dagang dan beban akrual. Tambahan modal tersebut dapat digunakan untuk investasi yang menguntungkan, menjalankan aktivitas operasinya terlebih dahulu, melakukan ekspansi dan sebagainya. Temuan ini sangat relevan dengan *agency theory* sebab periode penundaan pembayaran utang sama halnya dengan menggunakan utang untuk mengontrol perilaku oportunistik manajer. Sehingga, biaya agensi dapat berkurang dan nilai perusahaan menjadi meningkat. Selain itu, juga menjadi konfirmasi *cash conversion cycle theory* yang berpendapat bahwa PDP panjang akan menjadi tambahan modal kerja sekaligus mengkompensasi masalah likuiditas yang timbul ketika mengefisienkan ACP dan SCP. Hasil positif pada penelitian ini sejalan dengan temuan Sheikh et al., (2016) dan Arachchi, (2017).

KESIMPULAN

1. Berdasarkan hasil pengujian menyatakan bahwa CCC berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kedua ukuran kinerja perusahaan (ROA & TQ). Dengan demikian Hipotesis 1a dan 1b dinyatakan diterima.
2. Hasil pengujian menyatakan bahwa NRP berpengaruh positif tidak signifikan terhadap ROA dan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap TQ. Dengan demikian Hipotesis 2a ditolak dan 2b diterima.
3. Berdasarkan hasil pengujian menyatakan bahwa variabel SCP berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kedua ukuran kinerja perusahaan (ROA & TQ). Sehingga Hipotesis 3a dan 3b dinyatakan diterima.
4. Hasil pengujian menyatakan bahwa ACP berpengaruh negatif, namun tidak didukung signifikansi statistik. Dengan demikian hipotesis 4a dan 4b dinyatakan diterima.
5. Berdasarkan hasil pengujian menyatakan bahwa variabel PDP berpengaruh negatif signifikan terhadap ROA dan positif signifikan terhadap TQ. Sehingga hipotesis 5a dinyatakan ditolak dan 5b diterima.

Keterbatasan Penelitian

1. Hasil uji koefisien determinasi yang menghasilkan R – Square berkisar 7,66% hingga 22,54%. Dengan demikian, masih terdapat indikator-indikator lainnya di luar penelitian yang dapat dilakukan kajian untuk menentukan kinerja perusahaan jika dikaitkan dengan pengelolaan modal kerja yang baik.
2. Penelitian ini terbatas pada sampel di perusahaan emerging market, yaitu di Indonesia. Sedangkan sampel developed market tidak dilakukan observasi.
3. Penelitian ini hanya terbatas pada sektor manufaktur dalam kurun waktu 2017 – 2021, sehingga pada periode dan sektor lain tidak dilakukan analisis yang mendalam.
4. Penelitian ini juga tidak mempertimbangkan efek makro ekonomi.

Saran

Merujuk pada keterbatasan dalam penelitian ini, seperti rendahnya nilai koefisien determinasi. Oleh karenanya, bagi peneliti di masa depan dapat menambahkan variabel lain yang relevan menjadi proxy perubahan manajemen modal kerja misalnya cash flow (CFLOW) yang digunakan pada penelitian Briones et al., (2020), variabel NTC seperti yang digunakan pada penelitian Sawarni et al., (2020), variabel WKCR seperti pada penelitian Anton & Nucu, (2020). Selain itu, variabel-variabel makro ekonomi juga dapat ditambahkan sebagai variabel kontrol seperti pada penelitian Soukhakian & Kodakarami, (2020) yang menambahkan GDP, dan inflasi. Keterbatasan lainnya pada penelitian ini adalah terbatas pada sektor manufaktur yang berada di Indonesia yang mana termasuk kategori *emerging market*. Sehingga, bagi peneliti selanjutnya dapat mengamati pada

sektor lain di negara-negara *emerging market* atau *developed market* seperti pada penelitian Kayani et al., (2020); dan Briones et al., (2022).

REFERENSI

- Amponsah-Kwatiah, K., & Asiamah, M. (2020). Working capital management and profitability of listed manufacturing firms in Ghana. *International Journal of Productivity and Performance Management*. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-02-2020-0043>
- Boisjoly, R. P., Conine, T. E., & McDonald, M. B. (2020). Working capital management: Financial and valuation impacts. *Journal of Business Research*, 108, 1–8. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.09.025>
- Briones, O. F., Camino-Mogro, S. M., & Navas, V. J. (2022). Working capital, cash flow and profitability of intensive MSMEs: evidence from Ecuador. *Journal of Entrepreneurship in Emerging Economies*. <https://doi.org/10.1108/JEEE-01-2022-0003>
- Desai, R. (2021). Working Capital Management as a Determinant of Financial Performance: Accounting vs Market-based Approach. In *SCMS Journal of Indian Management*.
- Farhan, N. H. S., Belhaj, F. A., Al-ahdal, W. M., & Almaqtari, F. A. (2021). An analysis of working capital management in India: An urgent need to refocus. *Cogent Business and Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1924930>
- Kayani, U. N., de Silva, T. A., & Gan, C. (2020). Working capital management and firm performance relationship: An empirical investigation of Australasian firms. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 23(3). <https://doi.org/10.1142/S0219091520500265>
- Kusuma, H., & Bachtiar, A. D. (2018). Working Capital Management and Corporate Performance: Evidence from Indonesia. *Journal of Management and Business Administration. Central Europe*, 26(2), 76–88. <https://doi.org/10.7206/jmba.ce.2450-7814.229>
- Loo, P. Y., & Lau, W. T. (2019). Key components of working capital management: Investment performance in malaysia. *Management Science Letters*, 9(12), 1955–1964. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2019.7.010>
- Moussa, A. A. (2018). The impact of working capital management on firms' performance and value: Evidence from Egypt. *Journal of Asset Management*, 19(4), 259–273. <https://doi.org/10.1057/s41260-018-0081-z>
- Nguyen, A. H., Pham, H. T., & Nguyen, H. T. (2020). Impact of working capital management on firm's profitability: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 115–125. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.115>
- Sawarni, K. S., Narayanasamy, S., & Ayyalusamy, K. (2021). Working capital management, firm performance and nature of business: An empirical evidence from India. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(1), 179–200. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-10-2019-0468>
- Soukhakian, I., & Khodakarami, M. (2019). Working capital management, firm performance and macroeconomic factors: Evidence from Iran. *Cogent Business and Management*, 6(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2019.1684227>
- Vijayakumaran, R. (2019). Efficiency of working capital management and firm value: Evidence from Chinese listed firms. *International Journal of Financial Research*, 10(6), 133–144. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n6p133>
- Wooldridge, Jeffrey M. (2016). *Introductory Econometrics A Modern Approach 6th Edition*. Boston: Cengage Learning.