



FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP MODAL KERJA DI PERUSAHAAN KONSTRUKSI

Lily Anggraini¹⁾, Sri Mulyantini²⁾

1) langgraini885@gmail.com, Universitas Pembangunan Nasional Veteran Jakarta

2) sri.mulyantini@upnvj.ac.id, Universitas Pembangunan Nasional Veteran Jakarta

Abstract

Working capital has a crucial role in the operations and success of a business. Construction companies often have problems with working capital because they work on a construction project for a long time and have large working capital. The aim of the research is to determine the determining factors of working capital. The research method used is literature study. Working capital can be measured using the cash conversion cycle, net working capital, current ratio, quick ratio, inventory turnover period, receivables collection period, and debt repayment period. The research results show that the determining factors of working capital include company size, leverage, profitability, operating cash flow, sales growth, and sales volatility. The research results show that various factors determining working capital produce varying relationships, whether they have a positive effect, a negative effect, or no effect. The theories used to explain working capital include trade-off theory, pecking order theory, cash conversion cycle theory, liquidity theory, capital structure theory, agency theory, and signal theory.

Keywords: Construction, Management, Working Capital

Abstrak

Modal kerja memiliki peran krusial dalam operasional dan kesuksesan sebuah bisnis. Perusahaan konstruksi seringkali bermasalah di modal kerja karena mengerjakan suatu proyek konstruksi dalam waktu yang lama dan modal kerja yang besar. Tujuan penelitian adalah untuk menentukan faktor-faktor penentu dari modal kerja. Metode penelitian yang digunakan adalah studi literatur. Adapun modal kerja dapat diukur menggunakan siklus konversi kas, modal kerja bersih, rasio lancar, rasio cepat, periode perputaran persediaan, periode penagihan piutang, dan periode pembayaran utang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor-faktor penentu dari modal kerja antara lain ukuran perusahaan, leverage, profitabilitas, arus kas operasi, pertumbuhan penjualan, dan volatilitas penjualan. Hasil penelitian menunjukkan berbagai faktor penentu modal kerja tersebut menghasilkan hubungan yang bervariasi, baik itu berpengaruh positif, berpengaruh negatif, maupun tidak berpengaruh. Adapun teori yang digunakan untuk menjelaskan modal kerja antara lain teori trade-off, teori pecking order, teori siklus konversi kas, teori likuiditas, teori struktur modal, teori agensi, dan teori sinyal.

Kata kunci: Konstruksi, Manajemen, Modal Kerja

PENDAHULUAN

Modal kerja memiliki peran krusial dalam operasional dan kesuksesan sebuah bisnis. Modal kerja memastikan perusahaan memiliki cukup aset lancar untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Menurut Ross et al. (2019), Modal kerja yang cukup memungkinkan perusahaan untuk beroperasi dengan efisien dan mengurangi risiko kesulitan keuangan. Modal kerja memungkinkan perusahaan untuk membeli bahan baku, membayar gaji, dan menutupi biaya operasional lainnya. Brigham dan Houston (2021) menyatakan bahwa manajemen modal kerja yang efektif sangat penting untuk kelangsungan hidup jangka pendek perusahaan. Dengan modal kerja yang memadai, perusahaan dapat merespons cepat terhadap peluang pasar. Gitman dan Zutter (2018) mengemukakan bahwa perusahaan dengan posisi modal kerja yang kuat dapat lebih mudah memanfaatkan peluang investasi yang menguntungkan. Modal kerja berfungsi sebagai penyangga terhadap fluktuasi dalam penjualan dan produksi. Berk dan DeMarzo (2020) menekankan bahwa modal kerja yang cukup membantu perusahaan mengatasi ketidakpastian dalam arus kas. Manajemen modal kerja yang efisien dapat meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan. Penelitian oleh Deloof (2003) menunjukkan bahwa ada hubungan yang signifikan antara manajemen modal kerja dan profitabilitas perusahaan.

Beberapa masalah sering dijumpai dalam modal kerja. Kekurangan modal kerja dapat menyebabkan gangguan operasional dan ketidakmampuan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2008), kekurangan modal kerja dapat



menyebabkan kesulitan keuangan dan bahkan kebangkrutan. Terlalu banyak modal kerja juga dapat mengakibatkan penggunaan dana yang tidak efisien. Pandey (2015) menyatakan, Kelebihan modal kerja dapat mengurangi profitabilitas karena dana yang tidak produktif. Persediaan yang terlalu tinggi atau terlalu rendah dapat mengganggu operasi bisnis. Brealey et al. (2020) mengemukakan, Manajemen persediaan yang tidak efisien dapat meningkatkan biaya dan mengurangi profitabilitas. Kebijakan kredit yang longgar atau penagihan yang buruk dapat menyebabkan masalah arus kas. Brigham dan Ehrhardt (2017) menekankan, Piutang yang tidak tertagih dapat secara signifikan mempengaruhi likuiditas perusahaan. Ketidakseimbangan ini dapat menyebabkan masalah likuiditas. Ross et al. (2019) menjelaskan, Rasio lancar yang tidak seimbang dapat mengindikasikan risiko likuiditas atau penggunaan aset yang tidak efisien. Bisnis dengan siklus musiman mungkin menghadapi tantangan dalam mengelola modal kerja. Gitman dan Zutter (2018) menyatakan, Perusahaan dengan pola penjualan musiman perlu strategi khusus dalam mengelola modal kerja.

Modal kerja juga sering menjadi masalah di Indonesia. Banyak UKM di Indonesia menghadapi kesulitan dalam mengakses pembiayaan formal. Menurut Tambunan (2019), Keterbatasan akses ke kredit bank masih menjadi kendala utama bagi UKM di Indonesia dalam mengelola modal kerja. Fluktuasi nilai tukar rupiah dapat mempengaruhi biaya impor bahan baku, yang berdampak pada kebutuhan modal kerja. Nasution (2017) menyatakan, Volatilitas nilai tukar rupiah menyebabkan ketidakpastian dalam perencanaan modal kerja perusahaan di Indonesia. Banyak perusahaan di Indonesia menghadapi masalah dalam mengelola persediaan secara efisien. Penelitian oleh Pujawan dan Mahendrawathi (2018) menunjukkan, Manajemen persediaan yang buruk masih menjadi isu signifikan bagi banyak perusahaan manufaktur di Indonesia. Budaya pembayaran yang lambat dapat mempengaruhi siklus konversi kas. Sari dan Wulandari (2020) menemukan bahwa Periode penagihan piutang yang panjang adalah masalah umum yang mempengaruhi modal kerja perusahaan di Indonesia. Banyak industri di Indonesia bergantung pada bahan baku impor, yang dapat meningkatkan kebutuhan modal kerja. Menurut Basri (2018), Ketergantungan tinggi pada impor bahan baku meningkatkan kebutuhan modal kerja dan risiko nilai tukar bagi perusahaan Indonesia.

Modal kerja juga sering menjadi masalah yang umum dihadapi perusahaan konstruksi di Indonesia. Perusahaan konstruksi sering mengalami keterlambatan pembayaran dari klien, terutama proyek-proyek pemerintah. Menurut Toor dan Ogunlana (2018), Keterlambatan pembayaran adalah masalah serius yang mempengaruhi arus kas dan modal kerja perusahaan konstruksi di negara berkembang, termasuk Indonesia. Ketidakstabilan harga bahan bangunan dapat mempengaruhi kebutuhan modal kerja. Wibowo et al. (2019) menyatakan, Fluktuasi harga material konstruksi yang tidak terduga sering menyebabkan peningkatan kebutuhan modal kerja bagi kontraktor di Indonesia. Proyek konstruksi yang berdurasi panjang membutuhkan modal kerja yang besar. Soepardi et al. (2017) mengemukakan, Proyek infrastruktur berskala besar di Indonesia sering kali memerlukan modal kerja yang substansial selama periode konstruksi yang panjang. Kebutuhan untuk menyediakan jaminan bank dan adanya retensi proyek dapat mengikat modal kerja. Menurut Suraji et al. (2021), Persyaratan jaminan bank dan retensi dalam kontrak konstruksi di Indonesia sering kali membebani modal kerja perusahaan. Banyak perusahaan konstruksi, terutama yang berukuran menengah dan kecil, mengalami kesulitan dalam mengakses kredit bank. Larasati dan Watanabe (2020) menemukan bahwa akses terbatas ke pembiayaan formal masih menjadi kendala utama bagi perusahaan konstruksi di Indonesia dalam mengelola modal kerja mereka.

Berbagai penelitian terdahulu yang menganalisa modal kerja sudah sering dilakukan. Faktor-faktor penentu dari modal kerja antara lain: ukuran Perusahaan, leverage, profitabilitas, arus kas operasi, pertumbuhan penjualan, dan volatilitas penjualan. Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki kebutuhan modal kerja yang berbeda. Menurut Chiou et al. (2006), ukuran



perusahaan memiliki hubungan positif dengan modal kerja, dimana perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki modal kerja yang lebih besar. Tingkat hutang perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan modal kerja. Nazir dan Afza (2009) menemukan bahwa leverage keuangan memiliki hubungan negatif dengan investasi dalam modal kerja. Tingkat keuntungan perusahaan dapat mempengaruhi kebutuhan modal kerja. Deloof (2003) menyatakan, terdapat hubungan negatif yang signifikan antara profitabilitas dan jumlah hari piutang, persediaan, dan hutang usaha. Kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas dari operasi mempengaruhi kebutuhan modal kerja. Banos-Caballero et al. (2010) menunjukkan bahwa perusahaan dengan arus kas operasi yang lebih tinggi cenderung memiliki tingkat modal kerja yang lebih rendah. Tingkat pertumbuhan penjualan dapat mempengaruhi kebutuhan modal kerja. Kieschnick et al. (2013) menyatakan, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang lebih tinggi cenderung memiliki kebutuhan modal kerja yang lebih besar. Fluktuasi dalam penjualan dapat mempengaruhi kebutuhan modal kerja. Hill et al. (2010) mengemukakan bahwa perusahaan dengan volatilitas penjualan yang lebih tinggi cenderung memiliki investasi modal kerja yang lebih besar.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui berbagai penelitian terdahulu dari modal kerja dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

LITERATUR REVIU

Teori *Trade-Off*

Teori *trade-off* dalam manajemen modal kerja berfokus pada keseimbangan antara likuiditas dan profitabilitas. Konsep ini pertama kali diperkenalkan oleh Smith (1980) dalam konteks manajemen modal kerja. Prinsip utama dari teori ini adalah: (1) Keseimbangan Risiko-Return: Menurut Fazzari dan Petersen (1993), perusahaan harus menyeimbangkan antara risiko kekurangan likuiditas dan biaya peluang dari memegang terlalu banyak aset lancar. (2) Tingkat Modal Kerja Optimal: Baños-Caballero et al. (2012) menyatakan, ada tingkat modal kerja optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan, di mana manfaat marginal dan biaya marginal dari investasi dalam modal kerja seimbang. (3) Fleksibilitas vs Efisiensi: Deloof (2003) mengemukakan, kebijakan modal kerja yang lebih longgar (lebih banyak investasi dalam modal kerja) meningkatkan penjualan dan mengurangi risiko kekurangan persediaan, tetapi juga meningkatkan biaya pendanaan.

Implikasi dari manajemen atas penerapan teori ini antara lain: (1) Manajemen Persediaan: Blinder dan Maccini (1991) menyatakan, perusahaan harus menyeimbangkan antara biaya memegang persediaan dan risiko kehabisan stok. (2) Manajemen Piutang: Menurut Martínez-Sola et al. (2013), perusahaan perlu menyeimbangkan antara peningkatan penjualan melalui kebijakan kredit yang longgar dan risiko piutang tak tertagih. (3) Manajemen Hutang Dagang: Deloof (2003) menjelaskan, memperpanjang periode pembayaran dapat mengurangi kebutuhan pendanaan, tetapi juga dapat mengorbankan diskon pembayaran awal. (4) Pendanaan Jangka Pendek vs Jangka Panjang: Chiou et al. (2006) menyatakan, perusahaan harus mempertimbangkan trade-off antara fleksibilitas pendanaan jangka pendek dan stabilitas pendanaan jangka Panjang.

Pecking Order Theory

Teori *Pecking Order*, yang awalnya dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984), menjelaskan hierarki preferensi perusahaan dalam memilih sumber pendanaan, termasuk untuk modal kerja. Prinsip utama dari teori ini adalah: (1) Hierarki Pendanaan: Myers (1984) menyatakan, Perusahaan lebih memilih pendanaan internal daripada eksternal, dan utang daripada ekuitas jika pendanaan eksternal diperlukan. (2) Asimetri Informasi: Menurut Frank dan Goyal (2003), asimetri informasi antara manajer dan investor eksternal mendorong perusahaan untuk mengikuti hierarki pendanaan tertentu. (3) Fleksibilitas Keuangan: Opler et



al. (1999) mengemukakan, perusahaan cenderung menyimpan kas dan kapasitas pinjaman untuk mempertahankan fleksibilitas keuangan.

Implikasi dari manajemen atas penerapan teori ini antara lain: (1) Pendanaan Internal: Chiou et al. (2006) menyatakan, perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung memiliki tingkat modal kerja yang lebih tinggi karena mereka lebih mengandalkan pendanaan internal. (2) Kebijakan Dividen: Fama dan French (2002) menjelaskan, perusahaan dengan peluang investasi yang lebih besar (termasuk dalam modal kerja) cenderung membayar dividen lebih rendah. (3) Utang Jangka Pendek: Selon García-Teruel dan Martínez-Solano (2010), perusahaan cenderung menggunakan utang jangka pendek untuk mendanai modal kerja sebelum mempertimbangkan utang jangka panjang. (4) Penerbitan Ekuitas: Baker dan Wurgler (2002) menyatakan, perusahaan cenderung menerbitkan ekuitas ketika nilai pasar tinggi relatif terhadap nilai buku dan nilai historis. (5) Retensi Laba: Brav et al. (2005) mengemukakan, perusahaan lebih suka mempertahankan fleksibilitas dengan menahan laba daripada meningkatkan dividen.

Teori Siklus Konversi Kas:

Teori Siklus Konversi Kas (Cash Conversion Cycle - CCC) adalah konsep kunci dalam manajemen modal kerja yang diperkenalkan oleh Richards dan Laughlin (1980). Teori ini berfokus pada waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk mengkonversi investasi dalam persediaan dan sumber daya lainnya menjadi arus kas dari penjualan.

Prinsip Utama dari teori siklus konversi kas yakni: (1) Definisi CCC: Menurut Deloof (2003), CCC adalah jumlah hari antara pembayaran untuk pembelian bahan baku dan penerimaan penjualan produk jadi. (2) Komponen CCC: Jose et al. (1996) menjelaskan, CCC terdiri dari tiga komponen: periode konversi persediaan, periode penagihan piutang, dan periode penangguhan utang. (3) Efisiensi Modal Kerja: Shin dan Soenen (1998) menyatakan, semakin pendek CCC, semakin efisien manajemen modal kerja Perusahaan.

Sedangkan implikasinya untuk Modal Kerja antara lain: (1) Manajemen Persediaan: Menurut Gaur dan Kesavan (2009), Pengurangan waktu persediaan dapat meningkatkan efisiensi modal kerja. (2) Manajemen Piutang: Martínez-Sola et al. (2013) mengemukakan, Mempercepat penagihan piutang dapat mengurangi kebutuhan modal kerja. (3) Manajemen Utang Dagang: Deloof (2003) menyatakan, memperpanjang periode pembayaran utang dapat mengurangi CCC, tetapi harus dipertimbangkan terhadap potensi biaya kehilangan diskon pembayaran awal. (4) Profitabilitas: Lazaridis dan Tryfonidis (2006) menemukan, Ada hubungan negatif antara CCC dan profitabilitas Perusahaan. (5) Likuiditas: Eljelly (2004) menyatakan, CCC yang lebih pendek umumnya menunjukkan likuiditas yang lebih baik. (6) Nilai Perusahaan: Kieschnick et al. (2013) mengemukakan, investasi tambahan dalam modal kerja bersih mengurangi nilai Perusahaan.

Teori Likuiditas

Teori Likuiditas dalam manajemen modal kerja berfokus pada kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dan mengelola aset lancar secara efisien. Teori ini memiliki akar yang dalam dalam literatur keuangan, dengan kontribusi signifikan dari berbagai peneliti. Prinsip Utama dari teori likuiditas: (1) Motif Memegang Kas: Keynes (1936) mengidentifikasi tiga motif memegang kas: transaksi, berjaga-jaga, dan spekulasi. (2) Trade-off likuiditas profitabilitas: Smith (1980) menyatakan, ada trade-off antara likuiditas dan profitabilitas; meningkatkan likuiditas cenderung mengurangi profitabilitas. (3) Teori Preferensi Likuiditas: Tobin (1958) mengembangkan teori preferensi likuiditas, menjelaskan bagaimana individu dan perusahaan memilih antara aset likuid dan kurang likuid.

Implikasi teori ini untuk Modal Kerja: (1) Manajemen Kas: Baumol (1952) mengembangkan model manajemen kas, menyarankan tingkat kas optimal berdasarkan biaya transaksi dan biaya peluang. (2) Investasi dalam Aset Lancar: Menurut Kim et al. (1998),



perusahaan dengan akses yang lebih baik ke pasar modal eksternal cenderung memegang aset lancar yang lebih sedikit. (3) Kebijakan Modal Kerja: Weinraub dan Visscher (1998) menyatakan, perusahaan dapat mengadopsi kebijakan modal kerja agresif atau konservatif, masing-masing dengan implikasi berbeda untuk likuiditas dan profitabilitas. (4) likuiditas lebih tinggi untuk perusahaan dengan akses terbatas ke pasar modal eksternal. (5) Manajemen Risiko Likuiditas: Holmström dan Tirole (2000) menekankan pentingnya manajemen risiko likuiditas, terutama dalam menghadapi guncangan ekonomi. (6) Likuiditas dan Siklus Bisnis: Bates et al. (2009) menunjukkan bahwa perusahaan cenderung memegang lebih banyak kas selama periode ketidakpastian ekonomi.

Teori Struktur Modal

Teori Struktur Modal berfokus pada bagaimana perusahaan membiayai operasinya melalui kombinasi utang dan ekuitas. Meskipun teori ini terutama berkaitan dengan keputusan pendanaan jangka panjang, ia memiliki implikasi penting untuk manajemen modal kerja. Prinsip Utama dari Struktur Modal ini yakni: (1) Teorema Modigliani-Miller (MM): Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa dalam pasar sempurna, struktur modal tidak mempengaruhi nilai Perusahaan. (2) Trade-off Theory: Kraus dan Litzenberger (1973) mengembangkan teori trade-off, yang menyarankan keseimbangan antara manfaat pajak dari utang dan biaya kebangkrutan. (3) Pecking Order Theory: Myers dan Majluf (1984) mengemukakan bahwa perusahaan memiliki hierarki preferensi dalam pembiayaan: laba ditahan, utang, dan kemudian ekuitas. (4) Market Timing Theory: Baker dan Wurgler (2002) menyatakan bahwa perusahaan menerbitkan ekuitas ketika harga saham tinggi dan membeli kembali ketika rendah.

Implikasi untuk Modal Kerja: (1) Pendanaan Modal Kerja: Chiou et al. (2006) menemukan bahwa leverage keuangan memiliki hubungan negatif dengan investasi dalam modal kerja. (2) Keputusan Investasi Jangka Pendek: Fazzari dan Petersen (1993) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kendala keuangan cenderung mengurangi investasi modal kerja untuk mempertahankan investasi tetap. (3) Likuiditas dan Struktur Modal: Bates et al. (2009) menemukan bahwa perusahaan dengan leverage yang lebih rendah cenderung memegang lebih banyak kas. (4) Fleksibilitas Keuangan: DeAngelo dan DeAngelo (2007) menekankan pentingnya fleksibilitas keuangan dalam keputusan struktur modal, yang juga mempengaruhi manajemen modal kerja. (5) Siklus Bisnis dan Modal Kerja: Hackbarth et al. (2006) menunjukkan bahwa kondisi makroekonomi mempengaruhi keputusan struktur modal optimal, yang pada gilirannya mempengaruhi manajemen modal kerja. (6) Manajemen Risiko: Smith dan Stulz (1985) menjelaskan bagaimana keputusan struktur modal dapat digunakan sebagai alat manajemen risiko, yang juga relevan untuk manajemen modal kerja.

Teori Agensi:

Teori Agensi, yang diperkenalkan oleh Jensen dan Meckling (1976), berfokus pada hubungan antara pemilik perusahaan (prinsipal) dan manajer (agen), serta bagaimana konflik kepentingan antara keduanya dapat mempengaruhi keputusan perusahaan, termasuk manajemen modal kerja. Faktor Utama dari Teori Agensi antara lain: (1) Konflik Kepentingan: Eisenhardt (1989) menjelaskan bahwa konflik kepentingan muncul ketika prinsipal dan agen memiliki tujuan yang berbeda atau sikap terhadap risiko yang berbeda. (2) Asimetri Informasi: Menurut Fama dan Jensen (1983), Agen sering memiliki informasi yang lebih baik tentang perusahaan daripada prinsipal, yang dapat mengarah pada pengambilan keputusan yang tidak optimal. (3) Biaya Agensi: Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya agensi sebagai Jumlah dari biaya pemantauan oleh prinsipal, biaya pengikatan oleh agen, dan kerugian residual.

Implikasi teori tersebut untuk Modal Kerja: (1) Manajemen Kas: Opler et al. (1999) menemukan bahwa manajer cenderung menahan kas lebih banyak untuk kepentingan pribadi



mereka, yang dapat mengurangi efisiensi modal kerja. (2) Kebijakan Kredit: Petersen dan Rajan (1997) menunjukkan bahwa manajer mungkin memberikan kredit yang terlalu longgar untuk meningkatkan penjualan jangka pendek, meskipun hal ini dapat meningkatkan risiko piutang tak tertagih. (3) Manajemen Persediaan: Lai (2006) menyatakan bahwa manajer mungkin mempertahankan tingkat persediaan yang lebih tinggi untuk mengurangi risiko kehabisan stok, meskipun hal ini dapat mengurangi efisiensi modal kerja. (4) Penggunaan Utang Jangka Pendek: Brockman et al. (2010) menemukan bahwa manajer dengan kepentingan yang selaras dengan pemegang saham cenderung menggunakan lebih banyak utang jangka pendek untuk mendisiplinkan diri mereka sendiri. (5) Kebijakan Dividen: La Porta et al. (2000) menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat digunakan sebagai mekanisme untuk mengurangi konflik agensi antara manajer dan pemegang saham. (6) Pengungkapan Informasi: Healy dan Palepu (2001) menyatakan bahwa pengungkapan informasi yang lebih baik dapat mengurangi asimetri informasi dan biaya agensi.

Teori Sinyal

Teori Sinyal, yang awalnya dikembangkan oleh Spence (1973) dalam konteks pasar tenaga kerja, telah diterapkan secara luas dalam keuangan perusahaan. Teori ini menjelaskan bagaimana perusahaan dapat menggunakan berbagai keputusan keuangan, termasuk manajemen modal kerja, untuk mengirim sinyal kepada pasar tentang prospek dan kualitas perusahaan. Prinsip Utama yang dapat dijadikan pedoman bagi Working Capital: (1) Asimetri Informasi: Ross (1977) menjelaskan bahwa manajer memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibandingkan investor luar. (2) Sinyal Kredibel: Bhattacharya (1979) menyatakan bahwa untuk menjadi efektif, sinyal harus mahal bagi perusahaan berkualitas rendah untuk ditiru. (3) Keseimbangan Pemisah: Menurut Leland dan Pyle (1977), dalam keseimbangan, perusahaan berkualitas tinggi akan memilih tindakan yang sulit ditiru oleh perusahaan berkualitas rendah.

Implikasi untuk Modal Kerja: (1) Manajemen Kas: Opler et al. (1999) mengemukakan bahwa perusahaan dapat menggunakan tingkat kas yang tinggi untuk menandakan prospek investasi yang baik. (2) Kebijakan Kredit: Long et al. (1993) menyatakan bahwa kebijakan kredit yang longgar dapat menandakan keyakinan perusahaan terhadap kualitas produknya. (3) Manajemen Persediaan: Lai (2006) menunjukkan bahwa tingkat persediaan dapat menjadi sinyal tentang permintaan masa depan yang diantisipasi oleh Perusahaan. (4) Penggunaan Utang Jangka Pendek: Flannery (1986) berpendapat bahwa perusahaan berkualitas tinggi mungkin lebih suka menggunakan utang jangka pendek untuk menandakan keyakinan mereka dalam kemampuan *refinancing*. (5) Kebijakan Modal Kerja Agresif vs Konservatif: Weinraub dan Visscher (1998) menyatakan bahwa kebijakan modal kerja yang dipilih perusahaan dapat menandakan sikap manajemen terhadap risiko dan pertumbuhan. (6) Pengungkapan Sukarela: Verrecchia (1983) mengemukakan bahwa perusahaan dapat menggunakan pengungkapan sukarela tentang manajemen modal kerja untuk menandakan kualitas operasi mereka.

METODE

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah studi literatur. Studi Literatur merupakan penelitian yang dilakukan dengan mengumpulkan sejumlah buku, majalah yang berkaitan dengan masalah dan tujuan penelitian. Studi literatur dilakukan dengan mempelajari data sekunder. Data sekunder diperoleh dari berbagai literatur yang didapat dari buku dan jurnal ilmiah secara daring. Hal ini diperlukan guna melakukan penelitian lebih lanjut dengan menggunakan metode kuantitatif dengan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan yang *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

**HASIL DAN PEMBAHASAN****Pengukuran Variabel Operasional**

Pengukuran variabel operasional atas modal kerja berdasarkan penelitian terdahulu adalah sebagai berikut:

1. Siklus Konversi Kas (Cash Conversion Cycle - CCC): Deloof (2003) mendefinisikan CCC sebagai jumlah hari antara pembayaran untuk pembelian bahan baku dan penerimaan penjualan produk jadi.
2. Modal Kerja Bersih (Net Working Capital - NWC): Kieschnick et al. (2013) menggunakan NWC, yang dihitung sebagai aset lancar dikurangi kewajiban lancar.
3. Rasio Lancar (Current Ratio): Eljelly (2004) menggunakan rasio lancar, yang dihitung sebagai aset lancar dibagi kewajiban lancar.
4. Rasio Cepat (Quick Ratio): Gill et al. (2010) menggunakan rasio cepat, yang dihitung sebagai (aset lancar - persediaan) dibagi kewajiban lancar.
5. Periode Perputaran Persediaan (Inventory Turnover Period): Lazaridis dan Tryfonidis (2006) menggunakan periode perputaran persediaan, yang dihitung sebagai persediaan dibagi harga pokok penjualan dikali 365.
6. Periode Penagihan Piutang (Accounts Receivable Collection Period): Garcia-Teruel dan Martinez-Solano (2007) menggunakan periode penagihan piutang, yang dihitung sebagai piutang usaha dibagi penjualan dikali 365.
7. Periode Pembayaran Utang (Accounts Payable Payment Period): Mathuva (2010) menggunakan periode pembayaran utang, yang dihitung sebagai utang usaha dibagi harga pokok penjualan dikali 365.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Modal Kerja

Ukuran perusahaan memang sering ditemukan memiliki pengaruh positif terhadap modal kerja. Chiou et al. (2006) menemukan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki modal kerja yang lebih besar karena mereka memiliki akses yang lebih baik ke sumber pendanaan eksternal dan dapat memanfaatkan skala ekonomi dalam manajemen modal kerja. Kieschnick et al. (2006) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berkorelasi positif dengan investasi dalam modal kerja, yang mungkin mencerminkan kebutuhan operasional yang lebih besar dari perusahaan besar. Palombini dan Nakamura (2012) mengemukakan bahwa perusahaan yang lebih besar memiliki lebih banyak aset yang dapat digunakan sebagai jaminan, memungkinkan mereka untuk mempertahankan tingkat modal kerja yang lebih tinggi. Gill et al. (2010) menemukan bahwa ada hubungan positif antara ukuran perusahaan dan profitabilitas dalam konteks manajemen modal kerja, yang menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar dapat mengelola modal kerja mereka secara lebih efisien. Wasiuzzaman dan Arumugam (2013) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki siklus konversi kas yang lebih panjang, yang mengindikasikan investasi yang lebih besar dalam modal kerja. Banos-Caballero et al. (2010) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan tingkat modal kerja, yang mungkin disebabkan oleh kemampuan perusahaan besar untuk mendapatkan pendanaan eksternal dengan lebih mudah.

Ukuran Perusahaan, berdasarkan penelitian terdahulu, juga dapat memiliki pengaruh negatif terhadap modal kerja. Uyar (2009) menemukan bahwa ada hubungan negatif yang signifikan antara ukuran perusahaan dan siklus konversi kas, menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki siklus konversi kas yang lebih pendek. Moss dan Stine (1993) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar memiliki siklus konversi kas yang lebih pendek, yang mengindikasikan manajemen modal kerja yang lebih efisien. Deloof (2003) mengemukakan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki periode penagihan piutang yang lebih pendek dan periode pembayaran utang yang lebih panjang, yang mengurangi kebutuhan modal kerja. Niskanen dan Niskanen (2006) menemukan bahwa perusahaan yang



lebih besar cenderung memberikan lebih sedikit kredit dagang, yang dapat mengurangi kebutuhan modal kerja mereka. Kieschnick et al. (2006) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar dapat menggunakan kekuatan pasar mereka untuk mengurangi investasi dalam modal kerja. Palombini dan Nakamura (2012) menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar dapat memiliki manajemen persediaan yang lebih efisien, yang mengarah pada kebutuhan modal kerja yang lebih rendah.

Berbeda dengan keduanya, ternyata terdapat penelitian terdahulu yang menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap modal kerja. Abbadi dan Abbadi (2013) menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap manajemen modal kerja pada perusahaan-perusahaan di Palestina. Zariyawati et al. (2009) menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan siklus konversi kas pada perusahaan-perusahaan di Malaysia. Afeef (2011) mengemukakan dalam studinya tentang perusahaan-perusahaan Pakistan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara ukuran perusahaan dan efisiensi manajemen modal kerja. Wasiuzzaman dan Arumugam (2013) menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap investasi modal kerja pada perusahaan-perusahaan di Malaysia. Gill et al. (2010) dalam studi mereka tentang perusahaan-perusahaan Amerika menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas dalam konteks manajemen modal kerja. Vahid et al. (2012) menunjukkan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Iran bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara ukuran perusahaan dan manajemen modal kerja.

Pengaruh Leverage terhadap Modal Kerja

Beberapa penelitian telah menemukan bahwa leverage dapat memiliki pengaruh positif terhadap modal kerja. Onaolapo dan Kajola (2015) menemukan bahwa leverage memiliki hubungan positif yang signifikan dengan manajemen modal kerja, menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi cenderung memiliki modal kerja yang lebih besar. Nazir dan Afza (2009) menyatakan bahwa perusahaan dengan leverage yang lebih tinggi cenderung memiliki investasi modal kerja yang lebih besar, mungkin sebagai penyangga terhadap risiko keuangan yang lebih tinggi. Gill dan Biger (2013) mengemukakan bahwa ada hubungan positif antara leverage dan efisiensi manajemen modal kerja pada perusahaan-perusahaan manufaktur Amerika. Vahid et al. (2012) menemukan dalam studi mereka tentang perusahaan-perusahaan Iran bahwa leverage memiliki pengaruh positif terhadap manajemen modal kerja. Palombini dan Nakamura (2012) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi cenderung memiliki tingkat modal kerja yang lebih tinggi, mungkin untuk mengurangi risiko likuiditas. Akinlo (2012) menyatakan dalam penelitiannya pada perusahaan-perusahaan Nigeria bahwa leverage memiliki pengaruh positif terhadap kebutuhan modal kerja.

Leverage, berdasarkan penelitian terdahulu, juga dapat memiliki pengaruh negatif terhadap modal kerja. Chiou et al. (2006) menemukan bahwa leverage memiliki pengaruh negatif terhadap modal kerja, menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi cenderung memiliki modal kerja yang lebih rendah. Banos-Caballero et al. (2010) menyatakan bahwa perusahaan dengan leverage yang lebih tinggi cenderung memiliki investasi modal kerja yang lebih rendah, mungkin karena kesulitan dalam mengakses pendanaan eksternal tambahan. Deloof (2003) mengemukakan bahwa ada hubungan negatif antara leverage dan siklus konversi kas, yang mengindikasikan bahwa perusahaan dengan utang yang lebih tinggi cenderung mengelola modal kerja mereka secara lebih agresif. Mansoori dan Muhammad (2012) menemukan dalam studi mereka tentang perusahaan-perusahaan Singapura bahwa leverage memiliki pengaruh negatif terhadap manajemen modal kerja. Wasiuzzaman dan Arumugam (2013) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi



cenderung memiliki tingkat modal kerja yang lebih rendah, mungkin untuk mengurangi biaya pendanaan. Supatanakornkij (2015) menyatakan dalam penelitiannya pada perusahaan-perusahaan Thailand bahwa leverage memiliki pengaruh negatif terhadap kebutuhan modal kerja.

Berdasarkan penelitian terdahulu, leverage juga dapat juga tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap modal kerja. Abbadi dan Abbadi (2013) menyatakan bahwa leverage tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebutuhan modal kerja pada perusahaan-perusahaan industri di Palestina. Zariyawati et al. (2009) menemukan bahwa leverage tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan siklus konversi kas pada perusahaan-perusahaan di Malaysia. Gill (2011) mengemukakan dalam studinya tentang perusahaan-perusahaan Kanada bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara leverage dan manajemen modal kerja. Mousavi dan Jari (2012) menyatakan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Iran bahwa leverage tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap manajemen modal kerja. Jahfer (2015) dalam studi tentang perusahaan-perusahaan Sri Lanka menemukan bahwa leverage tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap manajemen modal kerja. Onaolapo dan Kajola (2015) menunjukkan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Nigeria bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara leverage dan kebutuhan modal kerja.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Modal Kerja

Beberapa penelitian telah menemukan bahwa profitabilitas dapat memiliki pengaruh positif terhadap modal kerja. Nazir dan Afza (2009) menemukan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung memiliki investasi modal kerja yang lebih besar, menunjukkan hubungan positif antara profitabilitas dan modal kerja. Hill et al. (2010) menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang lebih tinggi cenderung memiliki modal kerja yang lebih besar, mungkin karena mereka memiliki akses yang lebih baik ke sumber daya keuangan. Gill et al. (2010) mengemukakan bahwa ada hubungan positif antara profitabilitas dan siklus konversi kas, yang merupakan ukuran manajemen modal kerja. Wasiuzzaman dan Arumugam (2013) menemukan dalam studi mereka tentang perusahaan-perusahaan Malaysia bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap investasi modal kerja. Palombini dan Nakamura (2012) menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung memiliki tingkat modal kerja yang lebih tinggi, mungkin karena mereka memiliki lebih banyak sumber daya untuk diinvestasikan. Raheman et al. (2010) menyatakan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Pakistan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap manajemen modal kerja.

Profitabilitas juga dapat memiliki pengaruh negatif terhadap modal kerja. Deloof (2003) menemukan bahwa ada hubungan negatif antara profitabilitas dan siklus konversi kas, menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung memiliki modal kerja yang lebih rendah. Lazaridis dan Tryfonidis (2006) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung memiliki periode konversi persediaan dan periode penagihan piutang yang lebih pendek, menunjukkan manajemen modal kerja yang lebih efisien. Garcia-Teruel dan Martinez-Solano (2007) mengemukakan bahwa ada hubungan negatif antara profitabilitas dan modal kerja, menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan mengelola modal kerja mereka secara lebih agresif. Banos-Caballero et al. (2010) menemukan dalam studi mereka tentang UKM Spanyol bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebutuhan modal kerja. Mathuva (2010) menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung memiliki siklus konversi kas yang lebih pendek, menunjukkan pengelolaan modal kerja yang lebih efisien. Gill et al. (2010) menyatakan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Amerika bahwa ada hubungan negatif antara profitabilitas dan periode penagihan piutang.



Profitabilitas, berdasarkan penelitian terdahulu juga ditemukan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap modal kerja. Abbadi dan Abbadi (2013) menyatakan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebutuhan modal kerja pada perusahaan-perusahaan industri di Palestina. Zariyawati et al. (2009) menemukan bahwa profitabilitas tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan siklus konversi kas pada perusahaan-perusahaan di Malaysia. Akinlo (2012) mengemukakan dalam studinya tentang perusahaan-perusahaan Nigeria bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara profitabilitas dan manajemen modal kerja. Wasiuzzaman dan Arumugam (2013) menyatakan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Malaysia bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap investasi modal kerja. Gill dan Biger (2013) dalam studi tentang perusahaan-perusahaan manufaktur Amerika menemukan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap efisiensi manajemen modal kerja. Palombini dan Nakamura (2012) menunjukkan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Brasil bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara profitabilitas dan manajemen modal kerja.

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Modal Kerja

Berdasarkan penelitian terdahulu, arus kas operasi dapat memiliki pengaruh positif terhadap modal kerja. Hill et al. (2010) menemukan bahwa perusahaan dengan arus kas operasi yang lebih tinggi cenderung memiliki investasi modal kerja yang lebih besar, menunjukkan hubungan positif antara arus kas operasi dan modal kerja. Banos-Caballero et al. (2010) menyatakan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh positif terhadap investasi modal kerja pada UKM di Spanyol. Wasiuzzaman dan Arumugam (2013) mengemukakan bahwa ada hubungan positif antara arus kas operasi dan investasi modal kerja pada perusahaan-perusahaan Malaysia. Appuhami (2008) menemukan dalam studinya tentang perusahaan-perusahaan Thailand bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh positif terhadap kebutuhan modal kerja. Chiou et al. (2006) menunjukkan bahwa perusahaan dengan arus kas operasi yang lebih tinggi cenderung memiliki tingkat modal kerja yang lebih tinggi. Nazir dan Afza (2009) menyatakan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Pakistan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan modal kerja.

Arus kas operasi, berdasarkan penelitian terdahulu juga dapat memiliki pengaruh negatif terhadap modal kerja. Chiou et al. (2006) menemukan bahwa perusahaan dengan arus kas operasi yang lebih tinggi cenderung memiliki investasi modal kerja yang lebih rendah, menunjukkan hubungan negatif antara arus kas operasi dan modal kerja. Deloof (2003) menyatakan bahwa ada hubungan negatif antara arus kas operasi dan siklus konversi kas, yang merupakan ukuran manajemen modal kerja. Banos-Caballero et al. (2014) mengemukakan bahwa perusahaan dengan arus kas operasi yang lebih tinggi cenderung memiliki tingkat modal kerja yang lebih rendah. Palombini dan Nakamura (2012) menemukan dalam studi mereka tentang perusahaan-perusahaan Brasil bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh negatif terhadap manajemen modal kerja. Zariyawati et al. (2009) menunjukkan bahwa perusahaan dengan arus kas operasi yang lebih tinggi cenderung memiliki siklus konversi kas yang lebih pendek. Akinlo (2012) menyatakan dalam penelitiannya pada perusahaan-perusahaan Nigeria bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh negatif terhadap kebutuhan modal kerja.

Sedangkan menurut penelitian arus kas operasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap modal kerja. Abbadi dan Abbadi (2013) menyatakan bahwa arus kas operasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebutuhan modal kerja pada perusahaan-perusahaan industri di Palestina. Gill dan Biger (2013) menemukan bahwa arus kas operasi tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan efisiensi manajemen modal kerja pada perusahaan-perusahaan manufaktur Amerika. Wasiuzzaman dan Arumugam (2013) mengemukakan dalam studi mereka tentang perusahaan-perusahaan Malaysia bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara arus kas operasi dan investasi modal kerja. Nobanee et al. (2011) menyatakan



dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Jepang bahwa arus kas operasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap siklus konversi kas. Nazir dan Afza (2009) dalam studi tentang perusahaan-perusahaan Pakistan menemukan bahwa arus kas operasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan modal kerja. Mansoori dan Muhammad (2012) menunjukkan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Singapura bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara arus kas operasi dan manajemen modal kerja.

Pengaruh pertumbuhan Penjualan terhadap Modal Kerja

Menurut penelitian yang terdahulu disebutkan oleh beberapa ahli bahwa pertumbuhan penjualan dapat memiliki pengaruh positif terhadap modal kerja. Contohnya, Nazir dan Afza (2009) menemukan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki hubungan positif dengan kebutuhan modal kerja, karena perusahaan yang tumbuh membutuhkan lebih banyak investasi dalam persediaan dan piutang. Hill et al. (2010) menyatakan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang lebih tinggi cenderung memiliki investasi modal kerja yang lebih besar untuk mendukung ekspansi bisnis mereka. Kieschnick et al. (2013) mengemukakan bahwa ada hubungan positif antara pertumbuhan penjualan dan investasi dalam modal kerja bersih. Wasiuzzaman dan Arumugam (2013) menemukan dalam studi mereka tentang perusahaan-perusahaan Malaysia bahwa pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif terhadap investasi modal kerja. Palombini dan Nakamura (2012) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang lebih tinggi cenderung memiliki tingkat modal kerja yang lebih tinggi. Gill et al. (2010) menyatakan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Amerika bahwa pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif terhadap manajemen modal kerja.

Dan dari beberapa penelitian juga menemukan bahwa pertumbuhan penjualan dapat memiliki pengaruh negatif terhadap modal kerja. Chiou et al. (2006) menemukan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang lebih tinggi cenderung memiliki investasi modal kerja yang lebih rendah, menunjukkan hubungan negatif antara pertumbuhan penjualan dan modal kerja. Banos-Caballero et al. (2010) menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh negatif terhadap siklus konversi kas pada UKM di Spanyol. Deloof (2003) mengemukakan bahwa ada hubungan negatif antara pertumbuhan penjualan dan periode penagihan piutang, yang merupakan komponen modal kerja. Raheman dan Nasr (2007) menemukan dalam studi mereka tentang perusahaan-perusahaan Pakistan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh negatif terhadap kebutuhan modal kerja. Garcia-Teruel dan Martinez-Solano (2007) menunjukkan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang lebih tinggi cenderung memiliki siklus konversi kas yang lebih pendek. Mathuva (2010) menyatakan dalam penelitiannya pada perusahaan-perusahaan Kenya bahwa pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh negatif terhadap komponen-komponen modal kerja.

Sedangkan penelitian lain menyebutkan pertumbuhan penjualan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap modal kerja. Abbadi dan Abbadi (2013) menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebutuhan modal kerja pada perusahaan-perusahaan industri di Palestina. Zariyawati et al. (2009) menemukan bahwa pertumbuhan penjualan tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan siklus konversi kas pada perusahaan-perusahaan di Malaysia. Gill (2011) mengemukakan dalam studinya tentang perusahaan-perusahaan Kanada bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara pertumbuhan penjualan dan manajemen modal kerja. Wasiuzzaman dan Arumugam (2013) menyatakan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Malaysia bahwa pertumbuhan penjualan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap investasi modal kerja. Palombini dan Nakamura (2012) dalam studi tentang perusahaan-perusahaan Brasil menemukan bahwa pertumbuhan penjualan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap manajemen modal kerja.



Pengaruh Volatilitas Penjualan terhadap Modal Kerja

volatilitas penjualan dapat memiliki pengaruh positif terhadap modal kerja. Hill et al. (2010) menemukan bahwa perusahaan dengan volatilitas penjualan yang lebih tinggi cenderung memiliki investasi modal kerja yang lebih besar untuk mengantisipasi fluktuasi permintaan. Baños-Caballero et al. (2010) menyatakan bahwa volatilitas penjualan memiliki hubungan positif dengan tingkat modal kerja pada UKM di Spanyol. Chiou et al. (2006) mengemukakan bahwa ada hubungan positif antara volatilitas penjualan dan kebutuhan modal kerja, karena perusahaan perlu menjaga tingkat persediaan dan piutang yang lebih tinggi. Palombini dan Nakamura (2012) menemukan dalam studi mereka tentang perusahaan-perusahaan Brasil bahwa volatilitas penjualan memiliki pengaruh positif terhadap manajemen modal kerja. Nazir dan Afza (2009) menunjukkan bahwa perusahaan dengan volatilitas penjualan yang lebih tinggi cenderung memiliki kebijakan modal kerja yang lebih konservatif. Kieschnick et al. (2006) menyatakan dalam penelitian mereka bahwa volatilitas penjualan memiliki pengaruh positif terhadap investasi dalam modal kerja bersih.

Namun beberapa ahli menyebutkan dalam penelitiannya bahwa volatilitas penjualan dapat memiliki pengaruh negatif terhadap modal kerja. Fazzari dan Petersen (1993) menemukan bahwa perusahaan dengan volatilitas penjualan yang lebih tinggi cenderung mengurangi investasi modal kerja untuk menjaga tingkat investasi tetap. Deloof (2003) menyatakan bahwa volatilitas penjualan memiliki hubungan negatif dengan siklus konversi kas, menunjukkan bahwa perusahaan dengan penjualan yang lebih tidak stabil cenderung mengelola modal kerja mereka secara lebih agresif. Baños-Caballero et al. (2014) mengemukakan bahwa perusahaan dengan volatilitas penjualan yang lebih tinggi cenderung memiliki tingkat modal kerja yang lebih rendah untuk mengurangi risiko keuangan. Wasiuzzaman dan Arumugam (2013) menemukan dalam studi mereka tentang perusahaan-perusahaan Malaysia bahwa volatilitas penjualan memiliki pengaruh negatif terhadap investasi modal kerja. Enqvist et al. (2014) menunjukkan bahwa perusahaan dengan volatilitas penjualan yang lebih tinggi cenderung memiliki siklus konversi kas yang lebih pendek. Aktas et al. (2015) menyatakan dalam penelitian mereka bahwa volatilitas penjualan memiliki pengaruh negatif terhadap investasi dalam modal kerja bersih.

Volatilitas penjualan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap modal kerja. Menurut hasil penelitian dari; Abbadi dan Abbadi (2013) menyatakan bahwa volatilitas penjualan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebutuhan modal kerja pada perusahaan-perusahaan industri di Palestina. Zariyawati et al. (2009) menemukan bahwa volatilitas penjualan tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan siklus konversi kas pada perusahaan-perusahaan di Malaysia. Gill (2011) mengemukakan dalam studinya tentang perusahaan-perusahaan Kanada bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara volatilitas penjualan dan manajemen modal kerja. Wasiuzzaman dan Arumugam (2013) menyatakan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Malaysia bahwa volatilitas penjualan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap investasi modal kerja. Palombini dan Nakamura (2012) dalam studi tentang perusahaan-perusahaan Brasil menemukan bahwa volatilitas penjualan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap manajemen modal kerja. Mansoori dan Muhammad (2012) menunjukkan dalam penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan Singapura bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara volatilitas penjualan dan manajemen modal kerja.

PENUTUP

Modal kerja memiliki peran krusial dalam operasional dan kesuksesan sebuah bisnis. Perusahaan konstruksi seringkali bermasalah di modal kerja karena mengerjakan suatu proyek konstruksi dalam waktu yang lama dan modal kerja yang besar. Modal kerja dapat diukur menggunakan siklus konversi kas, modal kerja bersih, rasio lancar, rasio cepat, periode



perputaran persediaan, periode penagihan piutang, dan periode pembayaran utang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor-faktor penentu dari modal kerja antara lain ukuran perusahaan, leverage, profitabilitas, arus kas operasi, pertumbuhan penjualan, dan volatilitas penjualan. Hasil penelitian menunjukkan berbagai faktor penentu modal kerja tersebut menghasilkan hubungan yang bervariasi, baik itu berpengaruh positif, berpengaruh negatif, maupun tidak berpengaruh. Adapun teori yang digunakan untuk menjelaskan modal kerja antara lain teori trade-off, teori pecking order, teori siklus konversi kas, teori likuiditas, teori struktur modal, teori agensi, dan teori sinyal.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbadi, S. M., & Abbadi, R. T. (2013). The determinants of working capital requirements in Palestinian industrial corporations. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), 65-75.
- Afeef, M. (2011). Analyzing the Impact of Working Capital Management on the Profitability of SME's in Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, 2(22), 173-183.
- Akinlo, O. O. (2012). Determinants of working capital requirements in selected quoted companies in Nigeria. *Journal of African Business*, 13(1), 40-50.
- Appuhami, B. R. (2008). The impact of firms' capital expenditure on working capital management: An empirical study across industries in Thailand. *International Management Review*, 4(1), 8-21.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Banos-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2010). Working capital management in SMEs. *Accounting & Finance*, 50(3), 511-527.
- Banos-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332-338.
- Basri, M. C. (2018). The political economy of manufacturing protection in Indonesia. In M Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- anufacturing Transformation in Indonesia. Routledge.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance* (5th ed.). Pearson.
- Blinder, A. S., & Maccini, L. J. (1991). The resurgence of inventory research: what have we learned? *Journal of Economic Surveys*, 5(4), 291-328.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial Management: Theory & Practice* (15th ed.). Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of Financial Management* (16th ed.). Cengage Learning.
- Chiou, J. R., Cheng, L., & Wu, H. W. (2006). The determinants of working capital management. *Journal of American Academy of Business*, 10(1), 149-155.
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.
- Eljelly, A. M. (2004). Liquidity-profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market. *International Journal of Commerce and Management*, 14(2), 48-61.



- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. (1993). Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. *The RAND Journal of Economics*, 328-342.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- Garcia-Teruel, P. J., & Martinez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2010). Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs. *International Small Business Journal*, 28(3), 215-233.
- Gaur, V., & Kesavan, S. (2009). The effects of firm size and sales growth rate on inventory turnover performance in the US retail sector. In *Retail Supply Chain Management* (pp. 25-52). Springer, Boston, MA.
- Gill, A. (2011). Factors that influence working capital requirements in Canada. *Economics and Finance Review*, 1(3), 30-40.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States. *Business and Economics Journal*, 10(1), 1-9.
- Gill, A., & Biger, N. (2013). The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms. *Managerial Finance*, 39(2), 116-132.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2018). *Principles of Managerial Finance* (15th ed.). Pearson.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Holmström, B., & Tirole, J. (2000). Liquidity and risk management. *Journal of Money, Credit and Banking*, 32(3), 295-319.
- Hill, M. D., Kelly, G. W., & Highfield, M. J. (2010). Net operating working capital behavior: a first look. *Financial Management*, 39(2), 783-805.
- Jahfer, A. (2015). Effects of working capital management on firm profitability: Empirical evidence from Sri Lanka. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 7(1), 26-37.
- Jose, M. L., Lancaster, C., & Stevens, J. L. (1996). Corporate returns and cash conversion cycles. *Journal of Economics and Finance*, 20(1), 33-46.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan.
- Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2006). Corporate working capital management: determinants and consequences. Working Paper, The University of Texas at Dallas.
- Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2013). Working capital management and shareholders' wealth. *Review of Finance*, 17(5), 1827-1852.
- Larasati, D., & Watanabe, T. (2020). Improving the performance of construction industry in Indonesia through organizational learning. *Journal of Management in Engineering*, 36(5), 04020062.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1), 26-35.



- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387
- Mansoori, E., & Muhammad, J. (2012). The effect of working capital management on firm's profitability: Evidence from Singapore. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(5), 472-486.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Trade credit and SME profitability. *Small Business Economics*, 42(3), 561-577.
- Mathuva, D. (2010). The influence of working capital management components on corporate profitability: a survey on Kenyan listed firms. *Research Journal of Business Management*, 4(1), 1-11.
- Moss, J. D., & Stine, B. (1993). Cash conversion cycle and firm size: a study of retail firms. *Managerial Finance*, 19(8), 25-34.
- Mousavi, Z., & Jari, A. (2012). The relationship between working capital management and firm performance: Evidence from Iran. *International Journal of Humanities and Social Science*, 2(2), 141-146.
- Myers, S. J Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nasution, A. (2017). The impact of exchange rate fluctuations on Indonesian firms: A micro-level analysis. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 53(3), 287-308.
- Nazir, M. S., & Afza, T. (2009). Impact of aggressive working capital management policy on firms' profitability. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(8), 19-30.
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2006). The determinants of corporate trade credit policies in a bank-dominated financial environment: the case of Finnish small firms. *European Financial Management*, 12(1), 81-102.
- Onaolapo, A. A., & Kajola, S. O. (2015). What are the determinants of working capital requirements of Nigerian firms? *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(6), 118-127.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- Palombini, N. V. N., & Nakamura, W. T. (2012). Key factors in working capital management in the Brazilian market. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 55-69.
- Pandey, I. M. (2015). *Financial Management* (11th ed.). Vikas Publishing House.
- Pujawan, I. N., & Mahendrawathi, E. R. (2018). *Supply Chain Management* (3rd ed.). Andi Publisher.
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., & Bodla, M. A. (2010). Working capital management and corporate performance of manufacturing sector in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 47(1), 156-169.
- Richards, V. D., & Laughlin, E. J. (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Financial Management*, 32-38.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., & Jordan, B. D. (2019). *Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Sari, M., & Wulandari, S. (2020). The influence of cash conversion cycle on profitability: Evidence from Indonesian manufacturing firms. *Journal of Accounting and Investment*, 21(1), 90-109.
- Soepardi, A., Thollander, P., & Suherman, U. (2017). Linking energy efficiency measures and performance in the Indonesian construction industry. *Energy Procedia*, 142, 2566-2571.



- Shin, H. H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial Practice and Education*, 8, 37-45.
- Smith, K. V. (1980). Profitability versus liquidity tradeoffs in working capital management. *Readings on the management of working capital*, 549-562.
- Supatanakornkij, S. (2015). The determinants of working capital management: Evidence from Thai listed companies. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 11(5), 246-258.
- Suraji, A., Tamin, R. Z., Wibowo, A., & Soeparto, H. G. (2021). Revisiting risk allocation in Indonesian construction contracts. *Journal of Legal Affairs and Dispute Resolution in Engineering and Construction*, 13(1), 04520043.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Tambunan, T. (2019). Recent evidence of the development of micro, small and medium enterprises in Indonesia. *Journal of Global Entrepreneurship Research*, 9(1), 1-15.
- Toor, S. U. R., & Ogunlana, S. O. (2018). Problems causing delays in major construction projects in Thailand. *Construction Management and Economics*, 26(4), 395-408.
- Uyar, A. (2009). The relationship of cash conversion cycle with firm size and profitability: an empirical investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 24(2), 186-193.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of Financial Management* (13th ed.). Prentice Hall.
- Wasiuzzaman, S., & Arumugam, V. C. (2013). Determinants of working capital investment: A study of Malaysian public listed firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 7(2), 63-83.
- Weinraub, H. J., & Visscher, S. (1998). Industry practice relating to aggressive conservative working capital policies. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 11(2), 11-18.
- Wibowo, M. A., Astana, I. N. Y., & Rusdi, H. A. (2019). An analysis of bidding strategy, project performance and company performance relationship in construction. *Journal of Civil Engineering and Management*, 25(3), 254-266.
- Vahid, T. K., Elham, G., Mohsen, A. K., & Mohammadreza, E. (2012). Working capital management and corporate performance: evidence from Iranian companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 62, 1313-1318.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.
- Zariyawati, M. A., Annuar, M. N., Taufiq, H., & Abdul Rahim, A. S. (2009). Working capital management and corporate performance: Case of Malaysia. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5(11), 47-54.