

---

# TINGKAT PERTUMBUHAN BERKELANJUTAN PERUSAHAAN PADA KONDISI KRISIS DAN KETIDAKPASTIAN: TINJAUAN PERAN MANAJEMEN MODAL KERJA

Purwanto

Program Studi Manajemen, STIE Trisna Negara  
purwantoup01@gmail.com (*corresponding author*)

*Masuk: 15-02-2024, revisi: 14-03-2024, diterima untuk diterbitkan: 19-03-2024*

---

**Abstract:** This research aims to understand the influence of working capital management on a company's sustainable growth during crisis and uncertainty. The research was conducted using a summary of company performance recorded in the Indonesia Capital Market Directory (ICMD). The research was carried out in a natural laboratory of crisis and uncertainty during the pandemic which occurred since the beginning of 2020. The research objects were companies listed on the LQ45 index of the Indonesian Stock Exchange for 2015-2022. Data were analyzed using panel data regression. The research results found that the company's sustainable growth decreased during the crisis. Conservative working capital management for investment and aggressive working capital management for financing have a positive effect on sustainable growth. The results of this research provide the implication that current assets and short-term debt are valuable resources that create flexibility amidst increasingly dynamic environmental changes.

**Keywords:** Sustainable Growth Rate, Financial Crisis, Working Capital Management

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan untuk memahami pengaruh manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan perusahaan selama krisis dan ketidakpastian. Penelitian dilakukan dengan menggunakan ringkasan kinerja perusahaan tercatat pada *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD). Penelitian dilakukan laboratorium alamiah krisis dan ketidakpastian selama Pandemi yang terjadi sejak awal tahun 2020. Obyek penelitian adalah perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2022. Data dianalisis menggunakan regresi data panel. Hasil penelitian menemukan bahwa pertumbuhan berkelanjutan perusahaan menurun selama krisis. Manajemen modal kerja yang konservatif untuk investasi dan manajemen modal kerja yang agresif untuk pembiayaan berpengaruh positif terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Hasil penelitian ini memberikan implikasi bahwa aset lancar (*liquid*) dan hutang jangka pendek merupakan sumber daya berharga yang menciptakan fleksibilitas di tengah perubahan lingkungan yang semakin dinamis.

**Kata Kunci:** Tingkat Pertumbuhan Berkelanjutan, Krisis Keuangan, Manajemen Modal Kerja

## PENDAHULUAN

### Latar Belakang

Perubahan lingkungan bisnis semakin dinamis, baik karena persaingan, perubahan selera pasar, perubahan teknologi, krisis ekonomi, atau lanskap bisnis lainnya. Beberapa perusahaan berumur panjang sampai ratusan tahun dalam beberapa generasi. Beberapa perusahaan besar di dunia, seperti Consolidated Edison, Lloyd's, International Business Machines (IBM), Tuttle Farm, dan Kango Gumi, berumur ratusan tahun bahkan ada yang hampir 1500 tahun (Ernawati, 2023). Beberapa perusahaan lain hanya berumur pendek tidak mampu bertahan di tengah dinamika lingkungan. Kasus yang dialami beberapa perusahaan besar, seperti Blackberry, Yahoo, atau Twitter menunjukkan perubahan lingkungan yang semakin dinamis tersebut. Sebuah studi (Hillenbrand et al., 2019) menemukan bahwa rata-rata umur perusahaan yang terdaftar dalam Fortune 500 tahun 2000 adalah 85 tahun, menjadi 33 tahun pada tahun 2018 dan diperkirakan rata-rata umur perusahaan menjadi lebih pendek, yaitu 12 tahun pada tahun

2027. Pada tahun 2027, 75% perusahaan yang saat ini terdaftar di Fortune 500 diperkirakan tidak berumur panjang baik karena diakuisisi, merger, maupun mengalami kebangkrutan, seperti Enron dan Lehman Brothers. Di Indonesia, beberapa perusahaan besar, seperti Sariwangi Agricultural Estate Agency (PT SAEA), Nyonya Meneer, Modern Internasional Tbk (MDRN), dan Kodak tidak berkelanjutan baik karena hutang perusahaan yang terlalu besar, kesulitan operasional serta tidak mampu mengikuti perubahan lingkungan (Merdeka.com, 2019).

Pertumbuhan yang berkelanjutan merupakan harapan banyak perusahaan (Arora et al., 2018). Pertumbuhan berkelanjutan menunjukkan kemampuan tumbuh secara berkesinambungan tanpa kehabisan sumber daya keuangan (Higgins, 1977, 2011). Pertumbuhan berkelanjutan merupakan pertumbuhan yang berkesinambungan dalam siklus hidup produk maupun bisnis tanpa kehilangan sumber daya untuk mendukung pertumbuhan tersebut. Perusahaan untuk tumbuh secara berkelanjutan memerlukan aset untuk perluasan produksi, perluasan pangsa pasar, perluasan bisnis yang ada dengan mengutamakan sumber pendanaan internal sebelum eksternal.

Banyak peneliti tertarik untuk memahami pengukuran (Arora et al., 2018; Higgins, 1977, 2011; Mamilla, 2019), dampak (Ocak & Findik, 2019), dan faktor-faktor yang memengaruhi pertumbuhan berkelanjutan. Beberapa faktor diidentifikasi sebagai faktor yang memengaruhi pertumbuhan berkelanjutan, di antaranya strategi, aset fisik, aset tidak berwujud, seperti dalam bentuk riset dan pengembangan, sumber daya manusia dan hubungan bisnis (Xu & Wang, 2018), modal intelektual (Wahyuni & Dino, 2017), pengendalian internal (Wang et al., 2019), sumber daya informasi, serta daya saing ekonomi (Ocak & Findik, 2019).

Peran manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan diidentifikasi dalam beberapa literatur empiris (Kinasih et al., 2020; Nastiti et al., 2019; Saleem et al., 2023; Suntraruk, 2023). Manajemen modal kerja berperan untuk menjamin aktivitas produksi, operasional serta investasi perusahaan, sehingga manajemen modal kerja yang efektif dan efisien akan mendukung pertumbuhan berkelanjutan. Manajemen modal kerja diukur siklus konversi kas (Kinasih et al., 2020; Nastiti et al., 2019; Saleem et al., 2023; Suntraruk, 2023), manajemen persediaan, manajemen piutang, dan manajemen hutang dagang (Saleem et al., 2023). Manajemen modal kerja pada studi sebelumnya diukur dari manajemen modal kerja untuk operasional dan terbatas untuk kebijakan modal kerja untuk investasi dan pembiayaan.

Literatur sebelumnya juga terbatas menjelaskan tingkat pertumbuhan berkelanjutan dan manajemen modal kerja pada kondisi krisis, seperti pandemi global yang terjadi pada awal tahun 2020. Krisis dan ketidakpastian, seperti pandemi global yang terjadi pada awal tahun 2020 juga dapat memengaruhi kemampuan perusahaan untuk tumbuh secara berkelanjutan. Pandemi berdampak pada banyak sektor. Beberapa perusahaan ritel skala besar, industri hiburan, transportasi, dan perhotelan, seperti Cineplex, Giant, Ramayana, Gojek, OYO, dan Penney, diambang kepailitan selama pandemi. Krisis dan ketidakpastian dapat memengaruhi kemampuan pertumbuhan berkelanjutan perusahaan. Hal ini terjadi karena penurunan pasar, seperti karena karantina wilayah. Pada kondisi krisis, akses keuangan dari pihak eksternal juga sulit diperoleh, sehingga bisnis sering mengandalkan sumber dana internal (Pestonji & Wichitsathian, 2019) sehingga manajemen modal kerja penting, yaitu dalam pengelolaan kas, piutang, hutang dagang, dan aktiva lancar lainnya. Hal tersebut menjadi motivasi penelitian untuk memenuhi kesenjangan literatur terkait manajemen modal kerja terhadap pertumbuhan berkelanjutan terutama selama periode krisis dan ketidakpastian.

### **Tujuan Penelitian**

Penelitian ini bertujuan untuk memahami pengaruh manajemen modal kerja terhadap tingkat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan di tengah krisis dan ketidakpastian selama pandemi global tahun 2020. Secara khusus penelitian ini menguji: (1) Pengaruh krisis dan ketidakpastian selama pandemi global terhadap tingkat pertumbuhan berkelanjutan

perusahaan; dan (2) Pengaruh kebijakan modal kerja untuk investasi dan pembiayaan terhadap tingkat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan selama periode 2015-2022.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Tingkat Pertumbuhan Berkelanjutan

Perusahaan seperti organisme hidup mengalami proses lahir, tumbuh, dan berkembang dalam perjalanan bisnisnya. Pertumbuhan menunjukkan bertambahnya ukuran, kemampuan, jumlah. Pertumbuhan dalam bisnis dapat diartikan sebagai peningkatan kapasitas bisnis dalam hal memproduksi/menjual produk atau jasa (Utami et al., 2018). Pertumbuhan berkelanjutan yaitu pertumbuhan yang berkesinambungan tanpa kehabisan sumber daya keuangan dan tanpa tergantung penggunaan keuangan eksternal (Higgins, 1977, 2011). SGR yang tinggi biasanya efektif dalam memaksimalkan upaya penjualan dan fokus pada produk dengan margin tinggi. Pertumbuhan berkelanjutan dalam hal ini dicapai perusahaan (Higgins, 1977, 2011) dengan fokus pada produk dengan profit margin yang kuat, pemanfaatan aset yang efektif dan efisien (*assets turnover*), menggunakan modal sendiri (*retention rate*), dan strategi pembiayaan (*financial leverage*) yang efektif dan efisien. Higgins selanjutnya memformulasikan tingkat pertumbuhan berkelanjutan sebagai berikut (Arora et al., 2018).

$$SGRI = NPM \times ATO \times RR \times FL$$

Margin laba bersih dikali perputaran aset sama dengan laba atas aset (ROA) dan laba atas aset dikali *leverage* keuangan sama dengan laba atas ekuitas (ROE). Selanjutnya, Higgins menyederhanakan rumus di atas menjadi sebagai berikut (Arora et al., 2018).

$$SGRII = ROE \times RR$$

Bisnis yang beroperasi dengan SGR perlu fokus untuk memaksimalkan penjualan terutama pada produk atau layanan dengan profit margin tinggi. Profit margin merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari produk atau layanan yang ditawarkan. Profit margin merupakan persentase keuntungan dari produk yang dijual perusahaan. Profit margin yang kuat yaitu perusahaan dapat menghasilkan produk yang bernilai bagi pasar dengan margin keuntungan yang tinggi dengan biaya rendah. Profit margin yang kuat tidak hanya merupakan sumber keunggulan kompetitif tetapi juga sumber pertumbuhan berkelanjutan. Perusahaan yang mempunyai produk dengan profit margin yang tinggi akan mendukung peluang sumber pendanaan dari internal sehingga mendukung pertumbuhan berkelanjutan. Peningkatan profit margin akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan sumber pendanaan dari internal sehingga dapat meningkatkan SGR.

*Assets turnover* merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan penjualan dengan memanfaatkan sumber daya yang dimiliki. *Assets turnover* atau rasio perputaran aset juga menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memanfaatkan aset untuk menghasilkan penjualan. *Assets turnover* juga menunjukkan efisiensi operasional bisnis secara keseluruhan. *Assets turnover* yang tinggi tidak hanya merupakan sumber keunggulan kompetitif tetapi juga sumber pertumbuhan berkelanjutan. Perusahaan yang mempunyai *assets turnover* akan mendukung peluang sumber pendanaan dari internal sehingga mendukung pertumbuhan berkelanjutan. Peningkatan *assets turnover* akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan sumber pendanaan dari internal sehingga dapat meningkatkan SGR.

*Leverage*, yaitu penggunaan hutang untuk membiayai sebagian daripada aktiva perusahaan. *Leverage* sering diukur dari rasio total utang terhadap modal sendiri atau *equity ratio* (DER). Pertumbuhan berkelanjutan perlu didukung oleh penggunaan hutang dan modal yang efektif dan efisien. Penggunaan hutang yang efisien, yaitu menggunakan hutang dengan biaya rendah dan tidak berlebihan. Penggunaan hutang yang tidak berlebihan dan menghindari kesulitan keuangan. Higgins (1977) mengemukakan bahwa pertumbuhan berkelanjutan dapat dicapai jika perusahaan menggunakan modal sendiri dan tidak banyak bergantung pada modal eksternal. Modal sendiri merupakan sumber pertumbuhan berkelanjutan dengan biaya modal

yang paling rendah. Pada saat pertumbuhan tinggi, modal saham merupakan sumber modal berikutnya dengan biaya rendah meskipun hutang mempunyai manfaat menghemat pajak. Pada saat pertumbuhan rendah, sumber modal dari hutang merupakan sumber untuk pertumbuhan berkelanjutan karena hutang menghemat pajak.

Kebijakan dividen dapat dilihat dari rasio retensi atau *dividend payout ratio* (DPR). Rasio retensi meninjau dari aspek laba ditahan, sedangkan DPR meninjau dari aspek deviden. Rasio retensi atau *retention ratio* merupakan proporsi yang menunjukkan seberapa besar laba bersih setelah pajak diinvestasikan kembali dalam bisnis sebagai laba ditahan dan bukan dibayarkan sebagai dividen. *Dividend payout ratio* (DPR) menunjukkan seberapa besar laba bersih setelah pajak yang dibayarkan kepada pemegang saham sebagai deviden. Laba bersih setelah pajak yang tidak dibagikan dalam bentuk deviden akan diinvestasikan kembali ke perusahaan. Hal ini akan meningkatkan sumber pendanaan dari internal perusahaan. Rasio pembayaran dividen yang rendah akan meningkatkan tingkat retensi serta secara tidak langsung meningkatkan tingkat pertumbuhan yang berkelanjutan. Rasio retensi dihitung dari perbandingan dari saldo laba ditahan dibagi dengan laba bersih perusahaan. Selanjutnya, *dividend payout ratio* dihitung dari satu dikurangi rasio retensi.

### **Tingkat Keberlanjutan Keuangan pada Kondisi Krisis dan Ketidakpastian**

Krisis merupakan kondisi kritis yang mengarah pada perubahan dalam skala besar dan luas yang mengancam kehidupan bisnis. Krisis adalah peristiwa yang mengarah pada suatu kondisi tidak stabil dan mengancam kehidupan bisnis (Barrell & Davis, 2008). Krisis merupakan perubahan negatif yang bersifat tiba-tiba, sulit diperkirakan dan penuh ketidakpastian. Krisis merupakan krisis ekonomi, krisis keuangan, krisis lingkungan, dan krisis sosial (Claessens & Kose, 2013). Ketidakpastian mengarah pada kondisi variasi tinggi, terbatasnya informasi dan pengetahuan yang memadai sehingga kondisi lingkungan sulit diprediksi. Keterbatasan informasi dan pengetahuan dalam memahami perubahan lingkungan Ketidakpastian dapat merupakan ketidakpastian pasar, pesaing, teknologi, makro ekonomi dan lingkungan alam (Inekwe, 2019).

Tingkat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan dapat mengalami penurunan dalam kondisi krisis. Krisis dapat memengaruhi tingkat pertumbuhan berkelanjutan karena penurunan profit margin, *asset turnover*, *retention rate*, dan peningkatan *leverage*. Krisis juga dapat memengaruhi perubahan strategi modal kerja, seperti aktivitas investasi yang lebih konservatif dan peningkatan penggunaan hutang jangka pendek. Pada kondisi krisis, tingkat bunga pinjaman tinggi, profitabilitas menurun, modal asing banyak ditarik keluar (Hina & Qayyum, 2019). Pada kondisi krisis, banyak perusahaan kekurangan likuiditas. Pengelolaan modal kerja yang efektif dalam mendukung kegiatan operasional, pembiayaan dan investasi merupakan bagian dari keseluruhan strategi perusahaan untuk meningkatkan kinerja selama krisis. Perusahaan yang mempunyai kemampuan pertumbuhan berkelanjutan dan manajemen modal kerja yang baik akan mampu bertahan dalam masa ekonomi yang sulit serta mampu memanfaatkan peluang investasi yang tidak terduga. Berdasarkan uraian di atas, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Krisis dan ketidakpastian berpengaruh negatif terhadap tingkat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan.

### **Manajemen Modal Kerja terhadap Tingkat Pertumbuhan Berkelanjutan**

Perusahaan yang selalu tumbuh membutuhkan modal kerja untuk mendukung pertumbuhan, baik untuk kegiatan produksi, operasional, maupun investasi. Perusahaan yang selalu tumbuh membutuhkan modal kerja untuk investasi, seperti untuk menambah kapasitas dengan membeli mesin baru, membangun pabrik baru, ekspansi pasar baru, dan mengembangkan produk baru. Semakin agresif perusahaan dalam penggunaan modal kerja untuk investasi aktiva tetap (seperti dalam bentuk peralatan, mesin produksi, bangunan pabrik),

maka akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan (Morshed, 2020; Pestonji & Wichitsathian, 2019). Hal ini menjadi sumber pertumbuhan berkelanjutan.

Perusahaan yang menggunakan kebijakan agresif membiayai investasi aktiva tetap dan aktiva lancar permanen dengan menggunakan sumber dana jangka pendek yang proporsinya lebih besar. Hasil ini dapat dilihat dari proporsi kewajiban lancar dibanding total aset yang lebih besar. Sebaliknya, perusahaan yang menggunakan kebijakan konservatif menyimpan lebih banyak aset lancar, sedangkan proporsi kewajiban lancar lebih rendah. Hal ini bertujuan untuk mengurangi risiko likuiditas. Strategi ini juga untuk mendapatkan keuntungan pendanaan hutang jangka pendek yang lebih murah dibandingkan hutang jangka panjang (Kayani et al., 2019; Yeboah & Agyei, 2012).

Kondisi tersebut dapat berbeda dalam kondisi perubahan lingkungan yang dinamis. Pada kondisi dinamika lingkungan, ketidakpastian dan risiko meningkat. Hal ini membuat banyak perusahaan lebih hati-hati dengan lebih konservatif dalam manajemen modal kerja (Purwanto, 2021). Pada kondisi krisis, sumber pendanaan eksternal juga sulit diperoleh, tingkat suku bunga juga meningkat dari peningkatan risiko dan ketidakpastian. Sehingga banyak perusahaan menggunakan sumber pendanaan internal. Banyak perusahaan menaruh proporsi aktiva lancar lebih besar selama krisis. Jumlah aktiva lancar yang tinggi memberikan kemampuan daya tahan perusahaan serta menghindari guncangan likuiditas (Ferrando et al., 2017). Proporsi aktiva lancar yang besar juga dapat menghindari berbagai kesulitan operasi terutama dalam kondisi krisis (Ramiah et al., 2014).

Pada kondisi krisis, sumber dana eksternal sulit diperoleh karena peningkatan risiko dari ketidakpastian. Perusahaan banyak menggunakan sumber dana internal. Jika tidak mencukupi, banyak perusahaan menggunakan hutang jangka pendek dibandingkan jangka panjang. Hal ini karena keuntungan pendanaan hutang jangka pendek yang lebih murah (Kayani et al., 2019; Yeboah & Agyei, 2012). Hal ini membuat proporsi kewajiban lancar dibandingkan total aset dapat mengalami peningkatan selama krisis. Pada sisi lain, tingkat kewajiban lancar, yaitu jumlah hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang yang jatuh tempo sering menjadi kendala untuk bertahan, adaptif dan memanfaatkan peluang dari periode krisis (Ferrando et al., 2017; Mura & Marchica, 2011).

Manajemen modal kerja untuk investasi dan pembiayaan terbukti mempunyai pengaruh terhadap profitabilitas dan kinerja (Morshed, 2020; Pestonji & Wichitsathian, 2019), tetapi literatur masih terbatas yang menjelaskan pengaruhnya terhadap pertumbuhan berkelanjutan. Studi pengaruh manajemen modal kerja untuk investasi dan pembiayaan terhadap pertumbuhan berkelanjutan meninjau manajemen modal kerja dari aspek siklus konversi kas (Kinasih et al., 2020; Nastiti et al., 2019; Saleem et al., 2023; Suntraruk, 2023) dan terdapat kesenjangan literatur terkait manajemen modal kerja untuk investasi dan pembiayaan. Berdasarkan uraian di atas, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H<sub>2</sub>: Semakin konservatif perusahaan dalam manajemen modal kerja untuk investasi akan diikuti dengan peningkatan tingkat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan selama krisis dan ketidakpastian.
- H<sub>3</sub>: Semakin agresif perusahaan dalam manajemen modal kerja untuk pembiayaan akan diikuti dengan peningkatan tingkat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan selama krisis dan ketidakpastian.

## METODOLOGI PENELITIAN

Obyek penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia di sekitar periode krisis dan ketidakpastian pandemi global yang terjadi pada tahun 2020. Periode penelitian diamati tahun 2015-2022. Penelitian dilakukan dengan menggunakan data Ringkasan Kinerja Perusahaan Tercatat yang dipublikasikan di *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD). Sampel diambil dengan teknik *purposive sampling*, yaitu dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 BEI per Desember tahun 2022; (2) Perusahaan yang terdaftar di LQ45 BEI selain bank dan lembaga keuangan untuk tahun

2014-2022. Bank dan lembaga keuangan tidak dimasukkan dalam sampel karena karakteristik dan struktur keuangan yang berbeda; dan (3) Tersedia data yang lengkap selama periode penelitian 2015-2022. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh jumlah sampel sebanyak 35 perusahaan selama periode 8 tahun, sehingga secara total diperoleh data observasi 280 sampel.

**Tabel 1**  
**Proses Pengambilan Sampel**

No.	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 BEI Tahun 2022	45
2	Perusahaan non keuangan yang terdaftar di indeks LQ45	37
3	Tersedia data lengkap Tahun 2007-2011	35
4	Jumlah Sampel Observasi selama 8 tahun = 35 x 8 tahun	280

Sumber: Peneliti (2023)

Manajemen modal kerja ditinjau dari manajemen modal kerja untuk investasi dan pembiayaan. Manajemen modal kerja untuk investasi diukur dari *aggressive investment decision* (AID) (Meah et al., 2021; Pestonji & Wichitsathian, 2019).  $AID_{it}$  menunjukkan seberapa besar perusahaan menggunakan modal kerja untuk kebijakan investasi yang tercermin dari perbandingan aktiva lancar terhadap total aktiva perusahaan  $i$  periode  $t$ . Rasio yang semakin rendah menunjukkan pengelolaan modal kerja yang semakin agresif. Manajemen modal kerja untuk pembiayaan diukur dari *aggressive financing decision* (AFD) (Meah et al., 2021; Pestonji & Wichitsathian, 2019).  $AFD_{it}$  menunjukkan seberapa besar perusahaan menggunakan modal kerja untuk kebijakan pembiayaan yang tercermin dari perbandingan hutang lancar terhadap total aktiva perusahaan  $i$  periode  $t$ . Rasio yang semakin tinggi menunjukkan kebijakan pembiayaan yang semakin agresif.

Tingkat pertumbuhan berkelanjutan diukur dengan membandingkan dua persamaan SGR.  $SGRI_{it}$  yang merupakan perkalian antara *net profit margin*, *asset turnover ratio*, *retention rate*, dan *leverage ratio* perusahaan  $i$  periode  $t$ .  $SGRII_{it}$  yang merupakan perkalian antara ROE dengan *retention rate* (RR) perusahaan  $i$  periode  $t$ . Variabel pandemi global (D) diukur dari variabel *dummy*, yaitu kode 1 = periode krisis (tahun 2020), kode 0 = tidak krisis (selain tahun 2020).

Model penelitian menggunakan analisis regresi data panel yang terdiri dari gabungan data *time series* dengan data *cross-section*. Data dianalisis dengan menggunakan persamaan matematik sebagai berikut.

$$\begin{aligned} SGRI_{it} &= \alpha + \beta_1 AID_{it} + \beta_2 AFD_{it} + \beta_3 D + \varepsilon \\ SGRII_{it} &= \alpha + \beta_1 AID_{it} + \beta_2 AFD_{it} + \beta_3 D + \varepsilon \end{aligned}$$

Dimana:  $\alpha$  = intercept;  $B$  = slope;  $\varepsilon$  = residual

Regresi dengan data panel tidak harus melakukan uji asumsi klasik karena regresi data panel mampu mempelajari lebih baik perilaku yang kompleks dalam model dibandingkan regresi *time series* dan *cross-section* (Verbeek, 2004). Kriteria fit model (*Goodness of fit*) dilihat dari uji Anova F ( $\rho$ ) dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ). Model fit dengan data jika nilai signifikansi  $F$ -test ( $\rho$ ) < 0,05, dan sebaliknya. Uji hipotesis menggunakan statistik  $t$ . Terdapat pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat jika nilai signifikansi  $t$ -test ( $\rho$ ) < 0,01 (sangat signifikan), ( $\rho$ ) < 0,05 (signifikan).

## HASIL DAN KESIMPULAN

### Hasil Penelitian

Hasil penelitian menemukan pandemi berdampak pada tingkat pertumbuhan berkelanjutan. Rata-rata tingkat pertumbuhan berkelanjutan (SGRI) perusahaan tahun 2015-2022 secara umum positif, namun mengalami penurunan terendah pada tahun 2020 (0,03 (x)).

Data konsisten pada nilai SGRII, nilai SGR terendah pada tahun 2020 (0.25 (x)). Penurunan SGR tahun 2020 dapat disebabkan pengaruh pandemi global pada tahun 2020. SGR positif (antara 0.25 (x) sampai 0.77 (x)) menunjukkan perusahaan menggunakan modal sendiri (laba ditahan) sebagai sumber pertumbuhan.

**Tabel 2**  
**Modal Kerja dan SGR Perusahaan Tahun 2015-2022**

	SGRI	SGRII	AID	AFD
Mean	0.06	0.55	0.40	0.22
STDEV	0.14	0.77	0.16	0.13
Minimum	-0.21	-1.66	0.07	0.04
Maximum	2.01	8.84	0.77	0.70
Tahun				
2015	0.06	0.60	0.51	0.20
2016	0.12	0.77	0.38	0.21
2017	0.07	0.59	0.35	0.21
2018	0.04	0.60	0.36	0.23
2019	0.05	0.39	0.48	0.22
2020	0.03	0.25	0.38	0.22
2021	0.05	0.47	0.48	0.23
2022	0.08	0.76	0.27	0.22

Sumber: Peneliti (2023)

Rasio aktiva lancar terhadap total aktiva (AID) perusahaan pada periode tahun 2015-2022 adalah sebesar antara 0.27 (x) s/d 0.51 (x). Rasio AID terendah terjadi pada tahun 2022 sebesar 0.27 (x) atau 27%. Rata-rata AID sebesar 0.55 (x) yang berarti rata-rata proporsi aktiva lancar sebesar 55% dari total aktiva. Sedangkan, sisanya sebesar 45%, adalah merupakan kekayaan dalam bentuk aktiva tidak lancar. Proporsi aktiva lancar yang sebesar 55% (> 50%) menunjukkan rata-rata perusahaan cenderung konservatif dalam penggunaan modal kerja untuk investasi.

Rata-rata proporsi kewajiban lancar terhadap total aktiva (AFD) perusahaan pada periode tahun 2015-2022 adalah sebesar antara 0.20 (x) – 0.23 (x). Rata-rata AFD sebesar 0.22 (x) yang berarti rata-rata proporsi kewajiban lancar sebesar 22% dari total aktiva. Sedangkan, sisanya sebesar 78%, adalah merupakan kewajiban tidak lancar. Proporsi kewajiban lancar yang sebesar 22% (< 50%) menunjukkan rata-rata perusahaan cenderung konservatif dalam penggunaan modal kerja untuk pembiayaan. Rata-rata perusahaan cenderung menggunakan hutang jangka panjang dan ekuitas untuk pembiayaan.

Hasil uji korelasi antar variabel penelitian (Tabel 3) tidak ditemukan korelasi tinggi antar variabel bebas, sehingga model regresi tidak mempunyai masalah multikolinearitas. Korelasi antara AID dan AID rendah ( $r = 0.142$ ). Korelasi tinggi ditemukan antara nilai SGRI dan SGRII, menunjukkan ada konsistensi dalam dua model pengukuran SGR.

**Tabel 3**  
**Matriks Korelasi antar Variabel**

		SGRI	SGRII	AID	AFD
SGRI	$r$	1	.756**	.199**	.029
	$\rho$ (2-tailed)		.000	.001	.631
SGRII	$r$	.756**	1	.228**	.131*
	$\rho$ (2-tailed)	.000		.000	.028
AID	$r$	.199**	.228**	1	.142*
	$\rho$ (2-tailed)	.001	.000		.018
AFD	$r$	.029	.131*	.142*	1
	$\rho$ (2-tailed)	.631	.028	.018	

Notes: \*\*  $\rho < 0.01$ , \*  $\rho < 0.05$

Sumber: Peneliti (2023)

Hasil uji ketepatan model (Tabel 4), yaitu melalui uji Anova (*F*-test), diperoleh nilai signifikansi ( $\rho$ ) < 0,01 pada kedua persamaan SGR. Hal ini menunjukkan bahwa model fit dengan data. Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) sebesar 0.264 untuk SGRI dan 0.294 untuk SGRII. Model SGRII mempunyai nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) paling tinggi dibanding model SGRI, sehingga pengujian hipotesis selanjutnya menggunakan model SGRII.

Krisis dan ketidakpastian selama pandemi global berpengaruh negatif dan signifikan terhadap SGR perusahaan ( $\rho = 0.004 < 0.01$ ). Hal ini berarti hipotesis 1 terbukti. Tingkat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan mengalami penurunan atau lebih rendah pada periode pandemi dibanding periode tidak pandemi. Nilai koefisien regresi ( $\beta = -0.359$ ) artinya pertumbuhan berkelanjutan perusahaan pada periode pandemi lebih rendah -0.359 (x) atau 35.9% dibandingkan periode tidak pandemi.

Manajemen modal kerja untuk investasi (AID) berpengaruh positif dan signifikan terhadap SGR perusahaan ( $\rho = 0.005 < 0.01$ ). Hal ini berarti semakin perusahaan konservatif dalam investasi maka akan diikuti dengan peningkatan tingkat pertumbuhan berkelanjutan. Sebaliknya, semakin perusahaan agresif dalam investasi maka akan diikuti dengan penurunan tingkat pertumbuhan berkelanjutan. Nilai koefisien regresi untuk SGRII ( $\beta = 0.859$ ) artinya semakin konservatif perusahaan dalam menggunakan modal kerja untuk investasi yang ditunjukkan oleh peningkatan AID (rasio aktiva lancar dibanding total aset) sebesar 1% akan diikuti peningkatan tingkat pertumbuhan berkelanjutan sebesar 0.859%. Sebaliknya, semakin menurun rasio AID sebesar 1% akan diikuti penurunan SGR sebesar 0.859%.

**Tabel 4**  
**Ringkasan Hasil Regresi**

	SGRI		SGR II	
	$\beta$	$\rho$	$\beta$	$\rho$
(Constant)	-0.018	0.908	-0.683	0.415
PAN	-0.027	0.238	** -0.359	0.004
AID	** 0.145	0.009	** 0.859	0.005
AFD	** 0.324	0.000	** 0.977	0.006
DIO	15.72	0.109	-28.37	0.596
DSO	-0.210	0.835	-5.94	0.274
DPO	** 62.94	0.000	** 323.53	0.000
Size	-0.014	0.438	0.051	0.611
Ind	-0.001	0.742	0.004	0.867
F-test		11.932		13.872
$\rho$		0.000		0.000
R2		0.264		0.294

Notes: \*\*\*p < 0.001; \*\*p < 0.05

Sumber: Peneliti (2023)

Manajemen modal kerja untuk pembiayaan (AFD) berpengaruh positif terhadap SGR perusahaan ( $\rho = 0.006 < 0.01$ ). Hal ini berarti semakin perusahaan agresif dalam pembiayaan yaitu menggunakan proporsi hutang jangka pendek lebih besar maka akan diikuti dengan peningkatan tingkat pertumbuhan berkelanjutan. Sebaliknya, semakin perusahaan konservatif dalam pembiayaan yaitu menggunakan proporsi hutang jangka pendek lebih kecil maka akan diikuti dengan penurunan tingkat pertumbuhan berkelanjutan. Nilai koefisien regresi untuk SGRII ( $\beta = 0.977$ ) artinya semakin agresif perusahaan dalam menggunakan modal kerja untuk pembiayaan yang ditunjukkan oleh peningkatan AFD (rasio hutang lancar dibanding total aset) sebesar 1% akan diikuti peningkatan tingkat pertumbuhan berkelanjutan sebesar 0.977%. Sebaliknya, semakin menurun rasio AFD sebesar 1% akan diikuti penurunan SGR sebesar 0.977%.

### Pembahasan

Berdasarkan deskripsi data dan pengujian regresi, dapat dikemukakan bahwa krisis dan ketidakpastian selama pandemi global berdampak pada penurunan tingkat pertumbuhan

berkelanjutan perusahaan. Rata-rata tingkat pertumbuhan berkelanjutan (SGR) perusahaan mengalami penurunan tetapi masih positif. Hal ini menunjukkan rata-rata perusahaan modal sendiri untuk membiayai pertumbuhan baik dalam kondisi pandemi maupun tidak pandemi.

Hasil pengujian regresi (Tabel 4) menunjukkan bahwa krisis dan ketidakpastian selama pandemi global berpengaruh negatif terhadap tingkat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan ( $\rho < 0.1$ , Tabel 4). Tingkat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan mengalami penurunan dari rata-rata sebesar 0.55 (x) menjadi sebesar 0.25 (x) selama periode krisis. Hal ini terjadi karena krisis dan ketidakpastian menurunkan kemampuan perusahaan untuk tumbuh dengan mengutamakan sumber pendanaan internal sebelum eksternal. Krisis dan ketidakpastian menurunkan kemampuan perusahaan menghasilkan penjualan yang selalu tumbuh. Krisis dan ketidakpastian juga menurunkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan. Keuntungan merupakan sumber potensial untuk meningkatkan pendanaan dari sumber dana internal.

Rata-rata perusahaan cenderung menggunakan kebijakan konservatif dalam investasi dengan proporsi aset lancar lebih besar dibanding aset tidak lancar (rata-rata AID = 0.40, Tabel 2). Rata-rata perusahaan cenderung berhati-hati dengan menghindari investasi berisiko. Hasil penelitian menemukan bahwa semakin konservatif kebijakan modal kerja untuk investasi berpengaruh positif terhadap tingkat pertumbuhan berkelanjutan ( $\rho < 0.01$ , Tabel 4). Hal ini menunjukkan bahwa aset lancar adalah sumber daya berharga di tengah kondisi dinamika lingkungan baik kondisi normal maupun dalam kondisi krisis dan ketidakpastian selama pandemik. Aset lancar (*liquid*) diperlukan untuk menangkap peluang pertumbuhan maupun bertahan dalam kondisi krisis. Manajemen modal kerja yang konservatif dalam investasi mengurangi risiko sumber daya fisik yang menganggur, risiko perusahaan kekurangan likuiditas dan kesulitan keuangan selama krisis dan ketidakpastian. Pada kondisi krisis dan ketidakpastian, semakin konservatif perusahaan dalam manajemen modal kerja akan diikuti dengan peningkatan tingkat pertumbuhan berkelanjutan. Sebaliknya semakin agresif perusahaan dalam manajemen modal kerja akan diikuti dengan peningkatan tingkat pertumbuhan berkelanjutan.

Hasil studi ini juga menemukan bahwa rata-rata perusahaan juga cenderung menggunakan kebijakan konservatif dalam pembiayaan dengan proporsi kewajiban lancar lebih besar dibanding total aset (rata-rata AID = 0.22, Tabel 2). Pada sisi lain, semakin agresif kebijakan modal kerja untuk investasi berpengaruh positif terhadap tingkat pertumbuhan berkelanjutan ( $\rho < 0.05$ , Tabel 2). Semakin meningkat proporsi kewajiban lancar diiringi dengan peningkatan tingkat pertumbuhan berkelanjutan. Hasil ini juga dapat disebabkan perubahan lingkungan yang semakin dinamis. Beberapa krisis yang terjadi seperti krisis ekonomi tahun 1997-1998, krisis keuangan global tahun 2008, krisis perang dagang USA-China 2016, Krisis pandemi Covid-19 tahun 2020 serta krisis perang Rusia-Ukraina 2022, membuat perusahaan berhati-hati baik untuk investasi maupun pembiayaan. Pembiayaan jangka pendek cenderung lebih mahal, tetapi mempunyai fleksibilitas lebih tinggi dalam kondisi krisis dan ketidakpastian. Hasil penelitian ini memperluas penelitian sebelumnya yang menjelaskan pengaruh kebijakan modal kerja untuk investasi dan pembiayaan yang tidak hanya berpengaruh terhadap profitabilitas dan kinerja (Morshed, 2020; Pestonji & Wichitsathian, 2019), namun juga terhadap SGR.

## Kesimpulan

Hasil penelitian menemukan bahwa krisis dan ketidakpastian selama pandemi global berpengaruh negatif terhadap tingkat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan. Tingkat pertumbuhan berkelanjutan mengalami penurunan selama periode pandemi global. Pada kondisi krisis dan ketidakpastian, kebijakan modal kerja untuk investasi dan pembiayaan berpengaruh positif terhadap kinerja profitabilitas. Kebijakan modal kerja untuk investasi yang konservatif, yaitu diukur dari AID yang lebih tinggi diiringi dengan SGR yang lebih tinggi.

Sebaliknya, kebijakan modal kerja untuk pembiayaan yang semakin agresif diiringi dengan tingkat SGR yang lebih tinggi.

Penelitian ini memberikan implikasi temuan empiris terkait perilaku manajemen modal kerja terhadap tingkat pertumbuhan berkelanjutan selama krisis dan ketidakpastian. Penelitian ini memberikan implikasi praktis bagi manajer dalam strategi manajemen modal kerja untuk mendukung tingkat pertumbuhan berkelanjutan di tengah dinamika lingkungan. Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan. Pertama, penelitian ini terbatas membahas konteks pandemi global dan terbatas untuk generalisasi krisis yang lebih luas. Kedua, dampak krisis keuangan dapat berbeda-beda antar sektor, sehingga penting untuk menganalisis per sektor industri. Ketiga, penelitian ini hanya terbatas mengamati dampak krisis-ketidakpastian dan manajemen modal kerja terhadap kemampuan pertumbuhan berkelanjutan, tetapi terbatas pada variabel penjelas yang lain. Penelitian selanjutnya dapat menambah variabel penjelas yang lain untuk memahami dengan baik kemampuan pertumbuhan berkelanjutan perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Arora, L., Kumar, S., & Verma, P. (2018). The anatomy of sustainable growth rate of Indian manufacturing firms. *Global Business Review*, 19(4), 1050–1071. <https://doi.org/10.1177/0972150918773002>
- Barrell, R., & Davis, E. P. (2008). The evolution of the financial crisis of 2007—8. *National Institute Economic Review*, 206(1), 5–14. <https://doi.org/10.1177/0027950108099838>
- Claessens, S., & Kose, M. A. (2013). Financial crises explanations, types, and implications. In *IMF Working Papers* (WP/13/28). <https://doi.org/10.5089/9781475561005.001>
- Ernawati, J. (2023, July 22). Lima perusahaan tertua di dunia, nomor 1 berusia 1445 tahun. *IDX Channel*. <https://www.idxchannel.com/milenomic/lima-perusahaan-tertua-di-dunia-nomor-1-berusia-1445-tahun>
- Ferrando, A., Marchica, M. T., & Mura, R. (2017). Financial flexibility and investment ability across the Euro area and the UK. *European Financial Management*, 23(1), 87–126. <https://doi.org/10.1111/eufm.12091>
- Higgins, R. C. (1977). How much growth can a firm afford? *Financial Management*, 6(3), 7–16. <https://doi.org/10.2307/3665251>
- Higgins, R. C. (2011). *Analysis for financial management* (10th ed.). McGraw-Hill Education. <https://doi.org/10.4135/9781412976169.n18>
- Hillenbrand, P., Kiewell, D., Miller-Cheevers, R., Ostojic, I., & Springer, G. (2019, June 28). Traditional company, new businesses: The pairing that can ensure an incumbent's survival. *McKinsey & Company*. <https://www.mckinsey.com/industries/oil-and-gas/our-insights/traditional-company-new-businesses-the-pairing-that-can-ensure-an-incumbents-survival>
- Hina, H., & Qayyum, A. (2019). Effect of financial crisis on sustainable growth: Empirical evidence from Pakistan. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 24(1), 143–164. <https://doi.org/10.1080/13547860.2019.1573453>
- Inekwe, J. N. (2019). The exploration of economic crises: Parameter uncertainty and predictive ability. *Scottish Journal of Political Economy*, 66(2), 290–313. <https://doi.org/10.1111/sjpe.12199>
- Kayani, U. N., De Silva, T. A., & Gan, C. (2019). A systematic literature review on working capital management – An identification of new avenues. *Qualitative Research in Financial Markets*, 11(3), 352–366. <https://doi.org/10.1108/QRFM-05-2018-0062>
- Kinasih, Y., Dorkas, R., & Supramono, S. (2020). Is working capital management able to increase sustainable growth through asset utilization? *The European Journal of Applied Economics*, 17(2), 136–146. <https://doi.org/10.5937/ejae17-26056>
- Mamilla, R. (2019). A study on sustainable growth rate for firm survival. *Strategic Change*, 28(4), 273–277. <https://doi.org/10.1002/jsc.2269>

- Meah, M. R., Sen, K. K., & Sahabuddin, M. (2021). Do working capital decision and efficiency of working capital management contribute to the profitability? Evidence from Bangladesh. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 17(1–2), 7–16. <https://doi.org/10.1177/2319510x211047368>
- Merdeka.com. (2019). 4 perusahaan besar mendadak bangkrut, ini penyebabnya. *Merdeka.Com*. <https://www.merdeka.com/uang/4-perusahaan-besar-mendadak-bangkrut-ini-penyebabnya.html>
- Morshed, A. (2020). Role of working capital management in profitability considering the connection between accounting and finance. *Asian Journal of Accounting Research*, 5(2), 257–267. <https://doi.org/10.1108/AJAR-04-2020-0023>
- Mura, R., & Marchica, M.-T. (2011). Financial flexibility, investment ability and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *SSRN Electronic Journal*, 39, 1339–1365. <https://doi.org/10.2139/ssrn.891562>
- Nastiti, P. K. Y., Atahau, A. D. R., & Supramono, S. (2019). Working capital management and its influence on profitability and sustainable growth. *Business: Theory and Practice*, 20, 61–68. <https://doi.org/10.3846/BTP.2019.06>
- Ocak, M., & Findik, D. (2019). The impact of intangible assets and sub-components of intangible assets on sustainable growth and firm value: Evidence from Turkish listed firms. *Sustainability (Switzerland)*, 11(19), 5359. <https://doi.org/10.3390/su11195359>
- Pestonji, C., & Wichitsathian, S. (2019). The impacts of working capital policy on firms' performances: An empirical study on thai listed companies in production sector. In *International Symposia in Economic Theory and Econometrics* (Vol. 26, pp. 40–51). <https://doi.org/10.1108/S1571-038620190000026003>
- Purwanto. (2021). Fleksibilitas keuangan melalui manajemen modal kerja pada perusahaan manufaktur dalam kondisi ketidakpastian. *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, 21(2), 529–538. <https://doi.org/10.29040/jap.v21i02.1444>
- Ramiah, V., Zhao, Y., & Moosa, I. (2014). Working capital management during the global financial crisis: The Australian experience. *Qualitative Research in Financial Markets*, 6(3), 332–351. <https://doi.org/10.1108/QRFM-09-2012-0026>
- Saleem, M., Amin, K., & Niamat Ullah. (2023). Impact of working capital management on sustainable growth and profitability: Evidence from chemical and manufacturing sectors of Pakistan. *Journal of Positive School Psychology*, 7(5), 1321–1335. <https://journalppw.com/index.php/jpsp/article/view/17505>
- Suntraruk, P. (2023). The mediating effect of profitability on the relationship between working capital management and sustainable growth. *Studies in Business and Economics*, 18(1), 314–327. <https://doi.org/10.2478/sbe-2023-0017>
- Utami, D., Sulastrri, Muthia, F., & Thamrin, K. M. H. (2018). Sustainable growth: Grow and broke empirical study on manufacturing sector companies listed on the Indonesia stock exchange. *KnE Social Sciences*, 3(10), 820–834. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i10.3427>
- Verbeek, M. (2004). *A guide to modern econometrics* (2nd ed.). John Wiley & Sons.
- Wahyuni, N. I., & Dino, N. V. G. (2017). Determinant of the sustainable growth rate. *International Conference on Business and Accounting Studies*, 2, 401–416.
- Wang, L., Dai, Y., & Ding, Y. (2019). Internal control and SMEs' sustainable growth: The moderating role of multiple large shareholders. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(4), 182. <https://doi.org/10.3390/jrfm12040182>
- Xu, J., & Wang, B. (2018). Intellectual capital, financial performance and companies' sustainable growth: Evidence from the Korean manufacturing industry. *Sustainability (Switzerland)*, 10(12), 4651. <https://doi.org/10.3390/su10124651>
- Yeboah, B., & Agyei, S. K. (2012). Working capital management and cash holdings of banks in Ghana. *European Journal of Business and Management*, 4(13), 120–130. <http://www.iiste.org/Journals/index.php/EJBM/article/view/2710>