

## PENGARUH *WORKING CAPITAL DETERMINANTS* TERHADAP *FIRM PERFORMANCE* DENGAN MODERASI *WORKING CAPITAL REQUIREMENT*

**Velia Melisandra Sugiarto & Elsa Imelda**  
*Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi*  
*Universitas Tarumanagara, Jakarta*  
*velia\_m10@yahoo.co.id*

**Abstract:** *The purpose of this research is to obtain empirical evidence about the effect of cash flow, leverage, sales growth, firm size, and firm age on firm performance with Working Capital Requirement as a moderating variable in manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange during the period of 2016-2018. This research used 141 samples of corporate financial data that have been selected through purposive sampling method. The data used are secondary data in the form of financial and non-financial information from the company's annual report. Data processing in this research was done using e-views 11. The results showed that cash flow and firm size have a significant effect on firm performance. Working Capital Requirement weakens the effect of cash flow on firm performance.*

**Keywords:** *firm performance, working capital, Working Capital Requirement*

**Abstrak:** Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti yang empiris mengenai pengaruh *cash flow, leverage, sales growth, firm size, dan firm age* terhadap *firm performance* dengan *working capital requirement* sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018. Penelitian ini menggunakan 141 sampel data keuangan perusahaan yang telah diseleksi melalui metode *purposive sampling*. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa informasi keuangan dan non keuangan dari laporan tahunan perusahaan. Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan program *e-views 11*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *cash flow* dan *firm size* memiliki pengaruh terhadap *firm performance*. *Working Capital Requirement* memperlemah pengaruh *cash flow* terhadap *firm performance*.

**Kata Kunci:** *firm performance, working capital, Working Capital Requirement*

### Latar Belakang

Pada era globalisasi seperti sekarang ini, dunia usaha terus-menerus menjadi semakin kompetitif. Alhasil, perusahaan berlomba-lomba untuk menjaga dan meningkatkan kinerjanya untuk bisa tetap bertahan di tengah persaingan yang semakin ketat. Selain itu, kinerja perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan investasi investor sebagai pihak eksternal perusahaan. Perusahaan senantiasa berupaya untuk meningkatkan kinerja finansialnya untuk menarik investor. Investor akan lebih tertarik dengan perusahaan yang memiliki kinerja yang baik, karena dapat memberikan pengembalian investasi yang lebih maksimal. Sampai saat ini, Indonesia masih menjadi negara tujuan utama investasi khususnya di sektor industri manufaktur.

Karena pentingnya kinerja perusahaan baik bagi pihak internal maupun eksternal perusahaan, banyak penelitian yang mencoba menemukan faktor yang bisa berkontribusi terhadap kinerja perusahaan. Salah satu faktor yang sering diasosiasikan dengan kinerja

perusahaan adalah pengaturan modal kerja. Penelitian oleh Wasiuzzaman and Arumugam (2013) menunjukkan bahwa faktor faktor internal perusahaan seperti *cash flow*, *leverage*, *sales growth*, *age*, serta *firm size* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *working capital*. Maka dari itu, penelitian ini mengklasifikasikan *cash flow*, *leverage*, *sales growth*, *age*, serta *firm size* yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *working capital* sebagai *working capital determinants* dan hendak mempelajari pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan dengan *working capital requirement* sebagai variabel moderasi.

## Kajian Teori

*Signalling theory*. Menurut *signalling theory*, manajemen berharap dapat memberikan sinyal keberhasilan kepada pemegang saham. Hal ini dilakukan dengan cara menerbitkan laporan keuangan yang memuat informasi kinerja keuangan perusahaan yang baik. Kinerja perusahaan yang baik dapat menjadi sinyal positif bagi pemegang saham dan calon investor karena dapat menjadi sinyal pertumbuhan harga saham atau sinyal pembagian dividen perusahaan. Selain untuk pemegang saham dan investor, kinerja perusahaan juga dapat menjadi sinyal untuk bank, kreditur, dan pihak-pihak eksternal lain terkait perusahaan.

*Shareholder theory*. Menurut *shareholder theory*, tujuan tunggal perusahaan adalah untuk memenuhi kepentingan para pemegang saham dengan cara memaksimalkan keuntungan. Manajemen yang bekerja untuk pemilik perusahaan harus terus berusaha meningkatkan produktivitas dan efisiensi operasi, berinvestasi, dan terus mengusahakan pengembangan perusahaan sehingga keuntungan perusahaan dapat tumbuh secara maksimal. Teori ini menganggap bahwa apabila sebuah perusahaan melakukan hal yang tidak berhubungan dengan meningkatkan keuntungan perusahaan, para pemegang saham akan berusaha untuk memecat dewan manajemen perusahaan, atau akan menjual investasinya atas perusahaan itu dan berpindah untuk berinvestasi di perusahaan lain.

*Resource Based View*. Pandangan RBV menganggap bahwa kinerja perusahaan merupakan hasil dari sumber daya internal perusahaan. Maka dari itu, sangatlah penting bagi sebuah perusahaan untuk memperhatikan sumber daya internal perusahaan tersebut. Dengan mengolah dan memanfaatkan sumber daya internal perusahaan secara optimal, kinerja perusahaan dapat dimaksimalkan.

*Cash flow*. Menurut PSAK nomor 2 tahun 2009, arus kas adalah arus masuk dan arus keluar kas dan setara kas. Arus kas masuk sendiri berarti sumber kas diperoleh sedangkan arus kas keluar merupakan kebutuhan kas untuk pembayaran. Konak (2018) menemukan adanya pengaruh positif *cash flow* terhadap kinerja perusahaan. *Cash flow* diprediksi berpengaruh positif terhadap *firm performance* karena semakin besar selisih pendapatan dan pengeluaran kas perusahaan dapat diasosiasikan dengan peningkatan laba.

*Leverage*. *Leverage* merupakan salah satu rasio dalam manajemen keuangan yang digunakan untuk membandingkan total hutang dengan total aktiva. Purnasiwi & Sudarno (2011) berpendapat bahwa *Leverage* adalah perangkat yang dapat dipakai untuk mengukur seberapa besar perusahaan memiliki ketergantungan terhadap para kreditur untuk membiayai aktivitasnya. *Leverage* diprediksi dapat berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan karena jika perusahaan bergantung pada pendanaan eksternal, maka perusahaan akan lebih fokus dalam membayar kewajibannya. Perusahaan akan kehilangan kesempatan untuk berinvestasi dalam proyek yang *profitable* sehingga pendapatan perusahaan tidak maksimal.

*Sales Growth*. *Sales growth* adalah suatu ukuran yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk meningkatkan pendapatan dalam periode tertentu. Hal ini dapat dilihat dari peningkatan penjualan yang biasanya diukur dalam waktu tahunan. Untuk mencapai tujuan finansial secara efektif, perusahaan harus menyiapkan berbagai macam tujuan yang dapat diukur, salah satunya dengan *sales growth*. Lazar (2016) menyimpulkan

adanya pengaruh positif signifikan dari *sales growth* terhadap *firm performance*. Penelitian ini juga memprediksi adanya pengaruh positif *sales growth* terhadap *firm performance* karena tambahan pendapatan untuk perusahaan dapat meningkatkan ROA perusahaan.

*Firm Size*. *Firm size* menjelaskan ukuran dari suatu perusahaan jika dilihat dari total aset, total penjualan, rata-rata jumlah penjualan dan rata-rata total aset (Riyanto, 2010). Peneliti di bidang akuntansi dan keuangan, ekonomi industri, serta manajemen strategik umumnya sepakat bahwa *firm size* merupakan variabel fundamental dalam menjelaskan profitabilitas perusahaan. Yazdanfar (2013) berpendapat bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Akan tetapi, penelitian ini memprediksi adanya pengaruh negatif *firm size* terhadap *firm performance* karena semakin besar perusahaan, maka semakin besar pula masalah kinerja yang dihadapi.

*Firm Age*. *Firm Age* menunjukkan jumlah tahun sebuah perusahaan sudah berdiri dan beroperasi dalam basis *going concern*. Pada umumnya, *firm age* merupakan salah satu faktor yang menentukan profitabilitas perusahaan. Penelitian ini memprediksi adanya pengaruh positif *firm age* terhadap *firm performance* karena perusahaan yang sudah berdiri lebih lama dianggap lebih kompeten dalam menjalankan operasi perusahaan untuk mencapai kinerja yang maksimal.

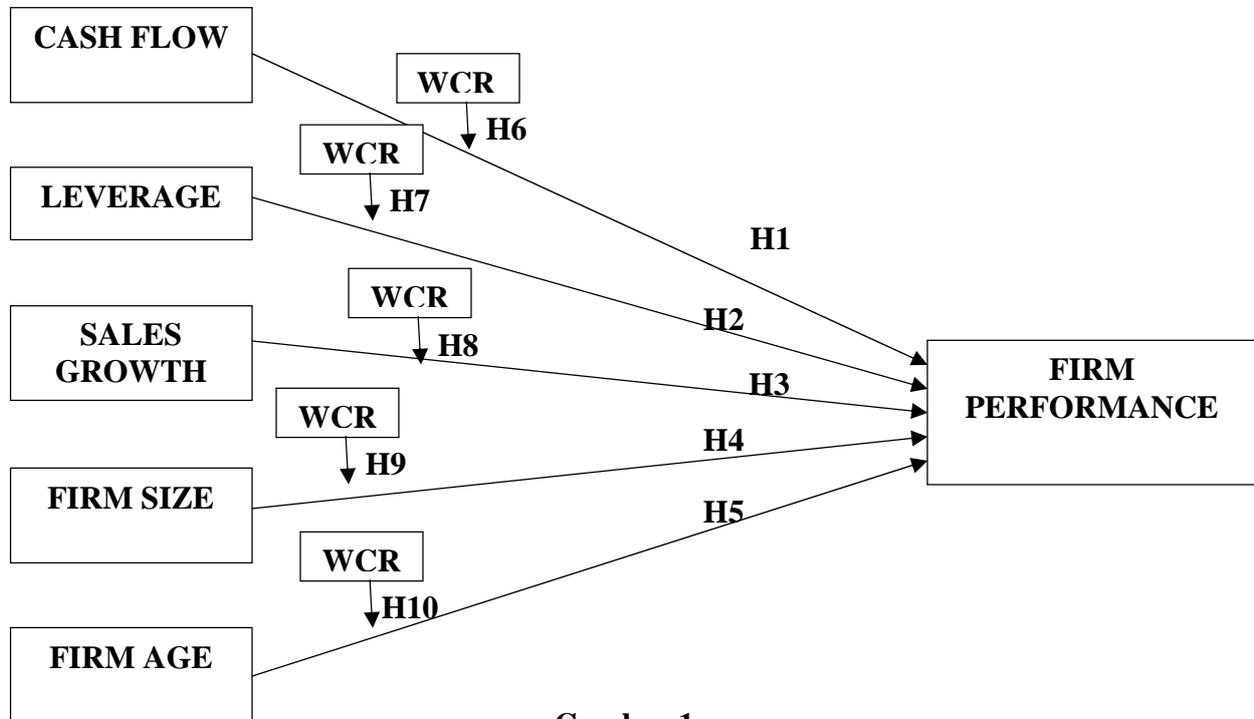
*Working Capital Requirement*. Rehn (2012) menganggap WCR sebagai alat ukur likuiditas perusahaan yang efektif dengan menekankan kepada *cash flow* perusahaan. *Working Capital Requirement* adalah kebutuhan perusahaan untuk membayar beban dan kewajiban perusahaan dalam *gap* waktu perusahaan menerima uang dari *customer* dan membayar *supplier*. WCR mengindikasikan efisiensi perusahaan dalam mengelola modal kerjanya. Mazlan dan Leng (2018) berpendapat bahwa *working capital requirement* dapat mengukur likuiditas perusahaan berkaitan dengan modal kerja operasional. Menurut *configurational theory*, dalam rangka memaksimalkan *firm performance*, *working capital management* harus diselaraskan dengan *key determinants of working capital* untuk mencapai kecocokan strategis.

Penelitian ini mempelajari efek moderasi *working capital management* pada pengaruh *cash flow*, *leverage*, *sales growth*, *firm size*, dan *firm age* terhadap *firm performance*. WCR diprediksi mampu memperlemah pengaruh *cash flow* terhadap *firm performance*. Meskipun *operating cash flow* perusahaan tinggi, apabila WCR besar, maka *free cash flow* sebagian akan digunakan untuk menutup kewajiban lancar yang harus dibayar perusahaan. Penelitian ini memprediksi bahwa WCR mampu memperkuat pengaruh *leverage* terhadap *firm performance*. Pada perusahaan yang memiliki WCR yang tinggi, sebagian porsi hutang perusahaan akan digunakan untuk menutup kebutuhan modal kerja. Hal ini berarti porsi hutang yang dapat digunakan untuk menunjang operasi perusahaan berkurang, sehingga kinerja perusahaan menjadi semakin buruk. WCR diprediksi mampu memperlemah pengaruh *sales growth* terhadap *firm performance*. Jika tingkat WCR rendah, maka tambahan pendapatan yang diperoleh dari *sales growth* dapat dimanfaatkan untuk pengembangan dan investasi yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

WCR diprediksi dapat memperlemah pengaruh *firm size* terhadap *firm performance*. WCR yang besar mungkin mencerminkan kurangnya efisiensi perusahaan dalam mengatur modal kerja. Maka dari itu, meskipun perusahaan berskala besar dan memiliki akses superior ke pasar sumber daya, apabila pengaturan modal kerja perusahaan tidak efisien maka perusahaan tidak akan dapat memanfaatkan kesempatan tersebut dengan maksimal, sehingga kinerja perusahaan tidak maksimal. WCR juga diprediksi mampu memperlemah pengaruh *firm age* terhadap *firm performance*. Perusahaan yang sudah lama berdiri tentunya memiliki banyak pengalaman dan kemampuan yang memadai dalam hal mengelola sumber daya untuk operasi, pengembangan, investasi, dan sebagainya sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Akan tetapi, keuntungan ini dapat dimanfaatkan secara maksimal apabila tingkat

WCR perusahaan dijaga dalam batas rendah. Sebab, jika WCR perusahaan besar, perusahaan memiliki sumber daya yang lebih terbatas untuk melakukan hal tersebut, karena sebagian porsi sumber daya yang dimiliki harus digunakan untuk menutup kebutuhan WCR.

Kerangka pemikiran penelitian ini adalah sebagai berikut:



**Gambar 1.**  
**Kerangka Pemikiran**

Hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: *Cash Flow* berpengaruh positif terhadap *firm performance*.

H2: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *firm performance*.

H3: *Sales Growth* berpengaruh positif terhadap *firm performance*.

H4: *Firm Size* berpengaruh negatif terhadap *firm performance*.

H5: *Firm Age* berpengaruh positif terhadap *firm performance*.

H6: *Working Capital Requirement* memperlemah pengaruh *cash flow* terhadap *firm performance*

H7: *Working Capital Requirement* memperkuat pengaruh *leverage* terhadap *firm performance*

H8: *Working Capital Requirement* memperlemah pengaruh *sales growth* terhadap *firm performance*

H9: *Working Capital Requirement* memperlemah pengaruh *firm size* terhadap *firm performance*

H10: *Working Capital Requirement* memperlemah pengaruh *firm age* terhadap *firm performance*

## Metodologi

Penelitian ini menggunakan desain penelitian deskriptif yang bertujuan untuk menjelaskan hubungan antarvariabel, menguji hipotesis dan menarik solusi dari masalah. Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data untuk penelitian ini didapatkan dari *annual*

*report* yang dipublikasikan oleh perusahaan. Data ini diperoleh melalui situs IDX. Penelitian ini menggunakan metode studi kepustakaan dengan mempelajari jurnal dan penelitian sebelumnya, serta buku terkait. Alat olah data yang digunakan untuk penelitian ini menggunakan program *Microsoft Excel* 2016, sedangkan perangkat analisis data yang digunakan adalah program E-Views. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016 sampai tahun 2018. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dalam mengambil sampel. Sampel yang diambil sebanyak 141 data keuangan perusahaan.

## Operasionalisasi Variabel

**Tabel 1.**  
**Tabel Operasionalisasi Variabel**

Variabel	Pengukuran	Skala
<i>Firm Performance</i>	$ROA = \frac{EBIT}{Total\ Asset}$	Rasio
<i>Cash Flow</i>	$Cash\ Flow = \frac{Operating\ cash\ flow}{Total\ Asset}$	Rasio
<i>Leverage</i>	$DER = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$	Rasio
<i>Sales Growth</i>	$Sales\ Growth = \frac{Sales(t) - Sales(t-1)}{Sales(t-1)}$	Rasio
<i>Firm Size</i>	$Firm\ Size = Log(Total\ Assets)$	Rasio
<i>Firm Age</i>	$Firm\ Age = t\text{-year of establishment}$	Rasio
<i>Working Capital Requirement</i>	$WCR = \left[ \frac{(Inventories-AP)}{COGS} + \frac{AR}{Sales} \right] * 365$	Rasio

Data sampel pada penelitian ini telah melalui uji statistik deskriptif. Penelitian ini menggunakan uji pemilihan model yaitu uji *chow* dan uji *hausman*. Sementara itu, uji hipotesis menggunakan uji statistik F dan uji statistik t dengan nilai signifikansi sebesar 5%. Data sampel pada penelitian ini telah melalui uji asumsi klasik yaitu uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Hasil uji statistik deskriptif dijabarkan dalam tabel berikut:

**Tabel 2.**  
**Hasil Uji Statistik Deskriptif**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Y	-0.02606	0.214380	0.08217	0.05635
X1	-0.068990	0.215841	0.06307	0.06
X2	0.131301	1.909316	0.81195	0.48578
X3	-0.09201	0.331980	0.09434	0.0887
X4	11.20293	13.98470	12.46303	0.58229
X5	21	52	39.46809	8.01833
X6	4.83400	205.80412	97.37253	45.47087

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai rata-rata variabel *firm performance* sebesar 0,08217. Hal ini berarti secara rata-rata, perusahaan dalam sampel menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak per tahun sebesar 8,217% dari total aset yang dimilikinya. Nilai rata-rata variabel *cash flow* sebesar 0,06307. Angka ini menunjukkan bahwa secara rata-rata, perusahaan sampel memiliki *operating cash flow* pada satu tahun buku sebesar 6,307% dari total asetnya. Nilai rata-rata variabel *leverage* sebesar 0,81195. Pada perusahaan sampel, rata-rata total hutang sebesar 81,195% dari total ekuitas. Nilai rata-rata variabel *sales growth* sebesar 0,09434. Hal ini berarti secara rata-rata, perusahaan sampel menghasilkan kenaikan penjualan sebesar 9,434% per tahun. Nilai rata-rata variabel *firm size* sebesar 12,46303. Sampel perusahaan yang diteliti memiliki rata-rata log total aset sebesar 12,46303. Nilai rata-rata variabel *firm age* sebesar 39,46809. Secara rata-rata, perusahaan yang diteliti telah berdiri selama 39,46809 tahun. Nilai rata-rata variabel *Working Capital Requirement* sebesar -97,37253. Hal ini berarti secara rata-rata, perusahaan sampel memiliki jeda waktu selama 97,37253 hari dari penggunaan uang untuk operasi sampai penerimaan uang dari konsumen.

Pengujian multikolinearitas bertujuan untuk melihat apakah ada hubungan antarvariabel dalam penelitian ini. Apabila terjadi masalah multikolinearitas, hubungan antar variabel bebas dan dependen akan terganggu. Batas standar koefisien korelasi yang diterima adalah 0,8. Pada hasil pengujian tidak terdapat nilai koefisien yang lebih dari 0,8. Oleh karena itu, tidak terdapat masalah multikolinearitas apada penelitian ini. Pengujian heteroskedastisitas pada penelitian ini menggunakan uji *Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (ARCH)*. Berdasarkan pengujian, nilai F sebesar 0,9443 yang mana angka ini lebih besar dari 0,05. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas pada penelitian ini dan model regresi layak untuk digunakan. Penelitian ini menggunakan uji *Durbin-Watson* untuk mendeteksi autokorelasi. Hasil uji menunjukkan nilai sebesar 2,010835. Nilai yang mendekati 2 menggambarkan model regresi terbebas dari autokorelasi. Penelitian ini menggunakan uji *Jarque-Bera* untuk menguji normalitas data. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai P sebesar 0,41833. Nilai ini lebih dari 0,05 maka dapat disimpulkan residual terdistribusi secara normal.

Sebelum dilakukannya analisis uji regresi berganda, terlebih dahulu perlu dilakukan uji *Chow* dan uji *Haussman* untuk menentukan model *effect* yang tepat untuk pengujian lebih lanjut. Model *effect* sendiri terdiri atas *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Nilai *cross-section Chi-square* sebesar 0.0000. Maka, model *effect* yang tepat digunakan adalah *fixed effect*. Karena nilai *cross-section Chi-square* dalam uji *Chow* kurang dari 0.05, maka perlu dilakukan uji *Haussman* untuk menentukan apakah model *fixed effect* atau *random effect* lebih cocok untuk penelitian ini. Pada uji *Haussman*, apabila nilai Prob. < 0.05, maka model *effect* yang digunakan adalah *fixed effect*. Sebaliknya jika nilai Prob. > 0.05, maka model *effect* yang tepat digunakan adalah *random effect*. Dari hasil yang diperoleh nilai Prob. sebesar 0.0000 (< 0.05). Maka, model *effect* yang tepat untuk digunakan adalah *fixed effect*.

Hasil uji adjusted R-squared menunjukkan nilai sebesar 0,917950. Hal ini berarti sebesar 91,975% kinerja perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam penelitian ini. Nilai uji statistik F dalam penelitian ini sebesar 0,000000 (< 0,05) artinya variabel independen dalam penelitian ini secara simultan memberikan pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian yang telah dilakukan menunjukkan nilai signifikansi variabel *cash flow* sebesar 0.0000. Karena nilai ini < 0.05, maka dapat disimpulkan terdapat pengaruh yang positif dari variabel *cash flow* terhadap *firm performance*. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi variabel *leverage* sebesar 0.1043. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05, maka hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh negatif variabel *leverage* terhadap *firm performance*. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi variabel *sales growth* sebesar 0.2051. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05, maka tidak terdapat

pengaruh signifikan variabel *sales growth* terhadap *firm performance*. Hasil pengujian menunjukkan nilai dari koefisien regresi yang diperoleh untuk variabel *firm size* adalah sebesar -0.182363. Nilai yang negatif menunjukkan bahwa hubungan yang terjadi adalah hubungan berbalik arah. Nilai signifikansi sebesar 0.0006. Penelitian ini membuktikan adanya pengaruh negatif signifikan *firm size* terhadap *firm performance*. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi variabel *firm age* sebesar 0.5278. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05, maka  $H_0$  tidak ditolak dan  $H_a$  ditolak. Dengan demikian hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh positif variabel *firm age* terhadap *firm performance*.

Hasil pengujian menunjukkan nilai dari koefisien regresi yang diperoleh untuk variabel *cash flow* adalah sebesar 0.458397. Sementara itu, nilai koefisien regresi variabel *cash flow\*WCR* sebesar -0.002091. Nilai signifikansi *cash flow\*WCR* sebesar 0.0134. Karena nilai signifikansi kurang dari 0.05, maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  tidak ditolak yang berarti WCR memperkuat pengaruh *cash flow* terhadap *firm performance*. Nilai signifikansi *leverage\*WCR* sebesar 0.0134. Karena nilai signifikansi lebih dari 0.05, maka  $H_0$  tidak ditolak yang berarti WCR tidak memperlemah pengaruh *leverage* terhadap *firm performance*. Nilai signifikansi *sales growth\*WCR* sebesar 0.7614. Karena nilai signifikansi lebih dari 0.05, maka  $H_0$  tidak ditolak yang berarti WCR tidak memperkuat pengaruh *sales growth* terhadap *firm performance*. Nilai signifikansi *firm size\*WCR* sebesar 0.4320. Karena nilai signifikansi lebih dari 0.05, maka  $H_0$  tidak ditolak yang berarti WCR tidak memperkuat pengaruh *firm size* terhadap *firm performance*. Nilai signifikansi *firm age\*WCR* sebesar 0.5508. Karena nilai signifikansi lebih dari 0.05, maka  $H_0$  tidak ditolak yang berarti WCR tidak memperkuat pengaruh *firm age* terhadap *firm performance*. Hasil uji statistik parsial diringkas dalam tabel berikut:

**Tabel 3.**  
**Hasil Uji Statistik Parsial**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.248234	0.596087	3.771654	0.0003
X1	0.458397	0.094445	4.853595	0.0000
X1X6	-0.002091	0.000827	-2.529493	0.0134
X2	-0.030530	0.018580	-1.643115	0.1043
X2X6	0.000256	0.000208	1.233346	0.2211
X3	0.064957	0.050841	1.277661	0.2051
X3X6	-0.000152	0.000500	-0.304729	0.7614
X4	-0.182363	0.051350	-3.551391	0.0006
X4X6	-0.000248	0.000314	-0.789873	0.4320
X5	0.002008	0.003167	0.634233	0.5278
X5X6	1.18E-05	1.97E-05	0.599070	0.5508
X6	0.002724	0.003749	0.726644	0.4696

## Diskusi

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *firm performance*. Hasil ini sesuai dengan penelitian sebelumnya oleh Garcia-Teruel dan Martinez-Solano (2010) yang menganggap *cash flow* dapat menggambarkan kompetensi perusahaan untuk menciptakan sumber daya internal yang dapat mendukung *firm performance*. Semakin besar *cash flow* perusahaan berarti semakin besar pula selisih

pendapatan dan pengeluaran kas perusahaan yang dapat diasosiasikan dengan peningkatan laba perusahaan. Menurut hasil penelitian, *leverage* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *firm performance*. *Leverage* merupakan salah satu rasio dalam manajemen keuangan yang digunakan untuk membandingkan total hutang dengan total aktiva perusahaan. *Leverage* menggambarkan pilihan pembiayaan dari perusahaan. Efek yang tidak signifikan ini dapat dijelaskan dengan teori *Mondigliani-Miller* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh metode pembiayaan perusahaan. Penelitian ini tidak selaras dengan Lazar (2016) yang menemukan pengaruh negatif signifikan *leverage* terhadap *firm performance*.

Hasil dari uji-t yang sudah dilakukan menunjukkan bahwa nilai dari koefisien regresi untuk variabel *sales growth* adalah sebesar 0.064957. Nilai dari *t-statistic* adalah sebesar 0.050841 dan nilai signifikansi sebesar 0.2051 (nilai signifikansi lebih besar dari 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa *sales growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap *firm performance*. Hal ini mungkin disebabkan karena kenaikan pendapatan disebabkan oleh faktor inflasi, sehingga tidak menyebabkan kinerja perusahaan semakin baik. Penelitian ini tidak selaras dengan penelitian sebelumnya oleh Yazdanfar (2013) yang menemukan adanya pengaruh positif signifikan *growth* terhadap *profitability*. Menurut penelitian ini, pada perusahaan manufaktur di Indonesia *firm size* berpengaruh secara negatif terhadap *firm performance*. Hal ini dapat terjadi karena pada beberapa perusahaan, pertumbuhan dan diversifikasi cenderung mengarah ke penurunan skala ekonomi perusahaan. Pengaruh negatif ini selaras dengan penelitian Lazar (2016) yang menyimpulkan terdapat pengaruh negatif *firm size* terhadap *firm performance*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *firm age* berpengaruh positif terhadap *firm performance*, tetapi pengaruh ini tidaklah signifikan. Ini berarti, tidak semua perusahaan berusia tua memiliki kinerja yang baik. Penelitian ini tidak sejalan dengan Bhayani (2010) yang menyimpulkan adanya pengaruh positif signifikan *firm age* terhadap *firm performance*.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *working capital requirement* memperlemah pengaruh *cash flow* terhadap *firm performance*. ada perusahaan yang memiliki WCR tinggi, perusahaan harus membayar beban dan kewajiban yang besar dalam *gap* waktu sampai menerima pembayaran dari *customer*. Jadi, meskipun *operating cash flow* perusahaan tinggi, apabila WCR besar, maka *free cash flow* akan digunakan untuk menutup kewajiban lancar yang harus dibayar perusahaan. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Mazlan dan Leng (2018) yang membuktikan WCR memiliki efek moderasi terhadap pengaruh *cash flow* terhadap *firm performance*. WCR tidak mampu memperkuat pengaruh *leverage* terhadap *firm performance*. Hal ini dikarenakan karena mungkin memang *leverage* yang tinggi pada perusahaan manufaktur tidak digunakan untuk pengembangan dan investasi pada proyek *profitable*, melainkan hanya digunakan untuk membayar biaya operasional sehari-hari saja. Dengan demikian, tinggi rendahnya WCR tidak akan mempengaruhi pengaruh *leverage* terhadap *firm performance* karena meskipun WCR dijaga pada tingkat yang rendah, porsi hutang tetap tidak digunakan untuk kegiatan investasi dan pengembangan yang menunjang kinerja perusahaan. Jadi, pengaruh *leverage* terhadap *firm performance* akan sama saja pada perusahaan yang memiliki WCR tinggi dan rendah. Penelitian ini membuktikan bahwa WCR tidak mampu memperkuat pengaruh *sales growth* terhadap *firm performance* karena semua peningkatan penjualan baik secara kas maupun kredit akan tetap diikutsertakan dalam penghitungan ROA. Penelitian ini selaras dengan penelitian Mazlan dan Leng (2018) yang membuktikan WCR tidak memiliki efek moderasi signifikan terhadap pengaruh *sales growth* terhadap *firm performance*.

WCR tidak mampu memperlemah pengaruh *firm size* terhadap *firm performance*. Hasil penelitian ini tidak selaras dengan Mazlan dan Leng (2018) yang menemukan adanya efek moderasi WCR pada pengaruh *firm size* terhadap *firm performance*. Besar kecilnya

tingkat WCR perusahaan tidak mampu menghambat terjadinya perpecahan dalam perusahaan besar. Masalah yang timbul semakin besarnya perusahaan merupakan masalah di luar WCR. Bagaimanapun perusahaan mengatur tingkat WCR nya, terjadinya konflik kepentingan pada perusahaan besar tidak terhindarkan. Penelitian ini juga membuktikan bahwa WCR tidak mampu memperlemah pengaruh *firm age* terhadap *firm performance*. Perusahaan yang berusia lebih tua memiliki pengalaman yang terakumulasi lebih banyak dari perusahaan yang baru berdiri. Perusahaan yang sudah lama berdiri telah mengalami berbagai kondisi selama hidupnya. Pengalaman yang ada membuat perusahaan dapat beradaptasi dengan baik meskipun tingkat WCR tinggi atau rendah. Perusahaan yang sudah berpengalaman dapat mengimplementasikan strategi yang berbeda dalam kondisi WCR tinggi atau rendah untuk mencapai tujuan yang sama.

## Penutup

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *firm performance* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2016-2018 dipengaruhi secara simultan oleh *cash flow*, *leverage*, *sales growth*, *firm size*, dan *firm age*. Secara parsial, *cash flow* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *firm performance*. *Firm size* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *firm performance*. Sementara itu, *leverage*, *sales growth*, dan *firm age* tidak berpengaruh signifikan terhadap *firm performance*. *Working capital requirement* mampu memperlemah pengaruh *cash flow* terhadap *firm performance*. Manajemen dalam menjalankan operasi perusahaan sebaiknya senantiasa memperhatikan *cash flow*, *firm size*, serta *working capital requirement* perusahaan. Dengan demikian, kinerja perusahaan yang maksimal dapat dicapai. Investor juga dapat memperhatikan *cash flow*, *firm size*, dan *working capital requirement* perusahaan untuk mengambil keputusan investasi.

Penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan. Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini juga hanya mengambil periode penelitian terbatas selama tiga tahun yaitu tahun 2016-2018. Dalam penelitian ini, hanya digunakan lima variabel Independen yaitu *cash flow*, *leverage*, *sales growth*, *firm size*, dan *firm age*. Selain itu, penelitian ini hanya menggunakan variabel moderasi *working capital requirement*. Atas keterbatasan yang muncul, terdapat beberapa saran yang dapat diimplementasikan untuk penelitian selanjutnya dengan topik yang sama. Penelitian selanjutnya dapat memperluas objek penelitian tidak hanya pada perusahaan manufaktur, namun dapat ditambah perusahaan pada sektor lain yang terdaftar di BEI. Penelitian selanjutnya juga dapat menambah periode penelitian tidak hanya terbatas pada periode 2016-2018. Pada penelitian selanjutnya, dapat ditambahkan variabel bebas lain yang diprediksi mempengaruhi *firm performance* selain lima variabel bebas yang digunakan pada penelitian ini. Variabel lain yang dapat ditambahkan misalnya *cash holding*, *Good Corporate Governance*, *dividend policy*, dan lain lain. Terakhir, penelitian selanjutnya dapat menambah variabel moderasi lain selain variabel *working capital requirement* seperti yang dipakai di penelitian ini. Variabel yang dapat ditambahkan misalnya *capital structure*, *dividend policy*, dan lain lain.

## Daftar Pustaka

- Bhayani, S. J. (2010). Determinants of profitability in Indian cement industry: An economic analysis. *South Asian Journal of Management*, 17(4), 6-20.
- García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P. (2010). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.

- Ghozali, I. (2011). Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ikatan Akuntansi Indonesia. (2018). Standar Akuntansi Keuangan. Jakarta: PT Raja Grafindo
- Konak, F. (2018). The Effect of Cash Flows on Firm Performance: Empirical Evidence from Borsa Istanbul Industrial Index. *International Multidisciplinary Congress of Eurasia*, 278-291.
- Lazăr, S. (2016). Determinants of Firm Performance: Evidence from Romanian Listed Companies. *Review of Economic and Business Studies*, 9(1), 53-69.
- Mazlan, A. R., & Leng, C. Y. (2018). The Moderating Effect of Working Capital Management on the Relationship between Working Capital Determinants and Firm Performance. *Indian-Pacific Journal of Accounting and Finance*, 2(1). 38-48.
- Nwakaego, D.A. (2015). Effect of Cashflow Statement on Company's Performance of Food and Beverages Companies in Nigeria. *World Applied Sciences Journal*, 33(12), 1852-1857.
- Pervan, M., Pervan, I. & Curak, M. (2017). The Influence of Age on Firm Performance: Evidence from the Croatian Food Industry. *Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics*, 2017, 10-20.
- Purnasiwi, Jayanti, & Sudarno. (2011). Analisis Pengaruh Size, Profitabilitas, dan Leverage Terhadap Pengungkapan CSR pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Diponegoro Journal of Accounting*
- Rehn, E. (2012). Effects of working capital management on company profitability. *Disertasi* (tidak diterbitkan). Hanken School of Economics, Finland.
- Riyanto, B. (2010). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE.
- Wasiuzzaman, S. & Arumugam, V. C. (2013). Determinants of working capital investment. A study of Malaysian public listed firms. *Australasian Accounting Business and Financial Journal*, 7(2), 63-83.
- Wołczek, P. (2018). Strategy implementation problems in small and large companies – Similarities and differences in light of the research results. Lessons from the Polish experience. *Argumenta Oeconomica*, 2, 391-421.
- Yazdanfar, D. (2013). Profitability determinants among micro firms: evidence from Swedish data. *International Journal of Managerial Finance*, 9(2), 151-160.