

ANALISIS PENGARUH SIMULTAN ANTARA *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* DENGAN MODAL KERJA DAN PENGARUHNYA TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Eni Wuryani¹, Dianwicakasih Arieftiara², Merlyana Dwindi Yanthi³

^{1,3}Akuntansi, Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Surabaya, Indonesia
e-mail : eniwuryani@unesa.ac.id, merlyanayanthi@unesa.ac.id

²Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Pembangunan Nasional Veteran Jakarta, Indonesia
e-mail : dianwicakasih@upnvj.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh simultan antara *Investment Opportunity Set* dan modal kerja, dan mengkaji dampaknya terhadap kinerja perusahaan. Dengan menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2012 hingga 2015, dan *Two Stage Linear Regression* (TSLs), penelitian ini menemukan bahwa *Investment Opportunity Set* mempengaruhi modal kerja, dan sebaliknya. Hasil ini berarti bahwa *Investment Opportunity Set* dan modal kerja berpengaruh secara simultan. Lebih lanjut, penelitian ini menemukan bahwa efek simultan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. *Investment Opportunity Set* yang mempertimbangkan pengaruh modal kerja secara empiris meningkatkan kinerja perusahaan. Namun, penelitian ini gagal untuk menunjukkan bahwa modal kerja, yang telah mempertimbangkan pengaruh *Investment Opportunity Set*, berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini adalah yang pertama menyelidiki efek simultan antara *Investment Opportunity Set* dan modal kerja, dan bagaimana hal itu mempengaruhi kinerja perusahaan. Kontribusi penelitian ini akan memberikan bukti empiris dari pengaruh *Investment Opportunity Set* pada modal kerja, dan sebaliknya, dan dampaknya terhadap kinerja perusahaan juga.

Kata kunci: *Investment Opportunity Set*, Kinerja perusahaan, Modal kerja

PENDAHULUAN

Laporan Pertumbuhan Ekonomi Indonesia yang dikeluarkan Bank Indonesia menyebutkan bahwa kondisi perekonomian Indonesia pasca krisis ekonomi dunia pada tahun 2008 tidak mengalami gangguan yang berarti, sempat mengalami perlambatan pada awal tahun 2009 hingga semester pertama, dan pertumbuhan ekonomi hanya berada pada level 4% - 5% (www.bi.go.id). Pada semester kedua tahun 2009, pertumbuhan ekonomi Indonesia kembali mengalami pertumbuhan yang cenderung meningkat dan pada tahun 2012 hingga 2015 Indonesia berada pada pertumbuhan ekonomi yang sangat tinggi, mencapai $\pm 6\%$. Pertumbuhan yang luar biasa pada tahun 2012-2015 yang disebabkan oleh tingginya konsumsi dalam negeri, juga memberikan dampak positif bagi perusahaan sektor industri (manufaktur), seperti peningkatan profitabilitas dan laba ditahan. Semakin besar saldo laba ditahan akan berdampak pada modal kerja perusahaan, kondisi tersebut juga dapat memberikan peluang

yang lebih tinggi untuk meningkatkan nilai pemegang saham jangka panjang melalui investasi.

Literatur keuangan menyoroti pentingnya modal kerja bagi perusahaan dan bagaimana pengelolaannya bagi perusahaan (Aktas, 2015). Terdapat *trade-off* antara alokasi keputusan sumber daya perusahaan, yaitu investasi dalam modal kerja atau peluang investasi lainnya. Beberapa praktisi berpendapat bahwa perusahaan tidak perlu mengalokasikan sumber pendanaan dalam jumlah yang lebih besar pada modal kerja, tetapi lebih kecil dan efisien, sehingga perusahaan dapat melakukan investasi tetap untuk mendukung pertumbuhan perusahaan yang lebih tinggi (Fazzari dan Petersen, 1993; PwC, 2014)

Studi sebelumnya tentang pengaruh *working capital management* (WCM) terhadap kinerja tidak meyakinkan; itu adalah peningkatan kinerja (Blinder dan Maccini, 1991; Corsten dan Gruen, 2004) dan penurunan kinerja (Shin dan Soenen, 1998; Ahmed et al., 2016). Aktas dkk. (2015) menemukan bahwa

terdapat hubungan non-linear antara modal kerja dan kinerja perusahaan, yaitu berhubungan positif dengan kinerja pada perusahaan yang modal kerjanya kecil (*underinvestment* NWC), dan berhubungan negatif dengan kinerja pada perusahaan yang modal kerjanya besar (*overinvestment* NWC) (Wuryani et al., 2021).

Aktas dkk. (2015) menemukan bahwa perusahaan dapat melakukan investasi untuk memanfaatkan kelebihan modal kerja yang tidak diperlukan dalam suatu periode. Dengan pengurangan modal kerja yang tidak diperlukan, perusahaan memiliki peluang lebih besar untuk mengambil set kesempatan investasi (IOS). IOS penting dalam keuangan perusahaan karena mempengaruhi struktur modal, struktur kontrak dan jatuh tempo kontrak hutang, kebijakan dividen, kontrak kompensasi dan kebijakan akuntansi. Kallapur dan Trombley (2001) menemukan bahwa IOS mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Keputusan perusahaan dalam mengambil IOS mempengaruhi investasi menjadi modal kerja (Fazzari dan Petersen, 1993).

Dari penjelasan di atas maka keputusan manajer untuk investasi pada modal kerja dapat dipengaruhi adanya serangkaian peluang investasi lain (*investment opportunity set*/IOS) yang dapat dimanfaatkan oleh manajer. Smith dan Watts (1986) menjelaskan bahwa IOS dapat merupakan variabel eksogen atas berbagai pilihan kebijakan manajer, dan keputusan manajer dalam manajemen modal kerja merupakan salah satu dari berbagai kebijakan manajer. Sebaliknya, tindakan manajer untuk memanfaatkan IOS dipengaruhi oleh adanya kelebihan modal kerja (*excess unnecessary working capital*). Sehingga disimpulkan adanya hubungan simultan antara IOS dan modal kerja, namun sepanjang sepengetahuan peneliti, riset mengenai hal ini (pengaruh timbal balik/simultan antara IOS dan modal kerja) belum pernah dilakukan, sehingga perlu dilakukan penelitian.

METODE PENELITIAN

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini antara lain:

Pengumpulan Data dan Metode Pengambilan Sampel

Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder yang terdiri dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan (Yucha et al., 2020). Metode pengambilan sampel adalah non-random sampling, yang diambil berdasarkan kriteria tertentu, yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 - 2015. Argumentasi penggunaan perusahaan manufaktur adalah perusahaan tersebut memiliki peluang investasi yang lebih tinggi sebagai akibat dari tingginya tingkat

konsumsi domestik yang menjadi pendorong utama pertumbuhan ekonomi Indonesia khususnya pada tahun 2012-2015.

Pengembangan Model Empiris

Sesuai dengan hipotesis penelitian ini menggunakan model regresi / TSLS dua tahap. Model TSLS digunakan karena tujuan penelitian ini adalah untuk membuktikan adanya hubungan simultan antara dua variabel independen (Arif et al., 2020). Selanjutnya penelitian ini ingin membuktikan bahwa variabel independen yang bersifat endogen (dipengaruhi oleh variabel lain) memiliki pengaruh terhadap variabel dependen dan menurut Gujarati dan Porter (2009) model TSLS merupakan model yang sesuai untuk mengestimasi model dengan terdiri dari variabel independen yang juga endogen.

Model Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap Modal Kerja, dan Dampaknya terhadap Kinerja Perusahaan

Hipotesis 1a penelitian ini bertujuan untuk membuktikan bahwa modal kerja mempengaruhi IOS. Berdasarkan Kallapur dan Trombley (2001); Hutchinson dan Gul (2003), Bokpin dan Onumah (2009); dan Aktas (2015), maka pengujian hipotesis 1a menggunakan model berikut:

$$IOS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NWC_{it} + \alpha_2 LEV_{it} + \alpha_3 DIV_{it} + \alpha_4 ROA_{it-1} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 GRW_{it} + \alpha_7 RISK_{it} + \alpha_8 FCF_{it} + e_{it} \quad (1)$$

Dimana:

IOS_{it}	= <i>Investment Opportunity Set</i> perusahaan <i>i</i> pada tahun <i>t</i> , merupakan factor score dari MBVA, yaitu [(total assets-total common equity) + shares outstanding x share closing price]/total assets; MBVE, yaitu (shares outstanding x share closing price)/total common equity; dan PPEMVA, yaitu gross property, plant and equipment/ (market value of the firm + non-current liabilities).
NWC_{it}	= modal kerja bersih (<i>net working capital</i>) perusahaan <i>i</i> pada tahun <i>t</i> diskalakan dengan total aset
LEV_{it}	= Total <i>debt interest bearing</i> dibagi dengan total aset perusahaan <i>i</i> pada tahun <i>t</i> ;
DIV_{it}	= Pembayaran dividen (<i>dividen per share</i>) dibagi dengan <i>earning per share</i>).
ROA_{it-1}	= Profitabilitas perusahaan <i>i</i> tahun sebelumnya (<i>t-1</i>), yaitu rasio laba akuntansi sebelum pajak ditambah

beban bunga setelah pajak terhadap total aset.

SIZE_{it} = Ukuran perusahaan yaitu natural logaritma dari total aset;

GRW_{it} = Pertumbuhan perusahaan *i* pada tahun *t*, diukur dari logaritma *market value of asset (total debt + MVE)*, MVE = harga saham x jumlah saham beredar.

RISK_{it} = Resiko bisnis perusahaan *i*, yaitu standar deviasi dari [(revenue_t-revenue_{t-1})/mean revenue].

FCFit = Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*), Selisih Antara Arus Kas Operasi (*Cfo*) Dengan Pengeluaran Modal (*Capital Expenditure*) Diskalakan Dengan Total Aset.

Kriteria penerimaan H1a adalah $\alpha_1 < 0$, yaitu semakin tinggi modal kerja bersih (NWC) maka semakin kecil intensitas perusahaan dapat memanfaatkan peluang investasi yang tersedia (IOS), dengan asumsi pengaruh variabel lain adalah konstan.

Untuk membuktikan hipotesis 1b, yaitu dampak kinerja keuangan atas IOS yang telah mendapat pengaruh dari modal kerja, maka nilai prediksi (*fitted value*) dari IOS pada model (1) di atas digunakan sebagai nilai variabel independen (fvIOS) pada model (2). Berdasarkan Hutchinson dan Gul (2003), maka model (2) adalah sebagai berikut:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 fvIOS_{it} + \beta_2 NWC_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROE_{it-1} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 SGRW_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Di mana:

ROE_{it} = kinerja keuangan perusahaan *i* tahun sebelumnya (*t-1*), yaitu (laba bersih sebelum pajak dibagi dengan jumlah saham beredar).

fvIOS_{it} = nilai prediksi dari IOS (hasil regresi model (1)).

NWC_{it} = modal kerja bersih (*net working capital*) perusahaan *i* pada tahun *t* diskalakan dengan total aset

LEV_{it} = Total *debt interest bearing* dibagi dengan total aset perusahaan *i* pada tahun *t*;

ROE_{it-1} = kinerja keuangan perusahaan *i* tahun sebelumnya (*t-1*), yaitu (laba bersih sebelum pajak dibagi dengan jumlah saham beredar).

SIZE_{it} = Ukuran perusahaan yaitu natural logaritma dari total aset;

SGRW_{it} = Pertumbuhan penjualan perusahaan *i* pada tahun *t*, diukur dari logaritma selisih penjualan tahun *t* dengan tahun *t-1*.

Kriteria penerimaan H1b adalah $\beta_1 > 0$, yaitu semakin tinggi IOS yang dimanfaatkan oleh perusahaan maka semakin tinggi kinerja perusahaan, dengan asumsi pengaruh variabel lain adalah konstan.

Model Pengaruh Modal Kerja terhadap *Investment Opportunity Set (IOS)*, dan Dampaknya terhadap Kinerja Perusahaan

Hipotesis 2a penelitian ini bertujuan untuk membuktikan bahwa IOS mempengaruhi modal kerja. Berdasarkan Ranjith (2008); Hutchinson dan Gul (2003); Bokpin dan Onumah (2009) maka pengujian hipotesis 2a menggunakan model berikut:

$$NWC_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 IOS_{it} + \gamma_2 LEV_{it} + \gamma_3 DIV_{it} + \gamma_4 ROA_{it-1} + \gamma_5 SIZE_{it} + \gamma_6 GRW_{it} + \gamma_7 RISK_{it} + \gamma_8 FCF_{it} + e_{it} \quad (3)$$

Keterangan variabel sama dengan model (1) di atas.

Kriteria penerimaan H2a adalah $\gamma_1 < 0$, yaitu semakin tinggi IOS maka semakin kecil investasi perusahaan ke dalam modal kerja (NWC) dengan asumsi pengaruh variabel lain adalah konstan.

Untuk membuktikan hipotesis 2b, yaitu dampak kinerja keuangan atas NWC yang telah mendapat pengaruh dari IOS, maka nilai prediksi (*fitted value*) dari NWC pada model (3) di atas digunakan sebagai nilai variabel independen (fvNWC) pada model (4). Berdasarkan Hutchinson dan Gul (2003), maka model (4) adalah sebagai berikut:

$$ROE_{it} = \theta_0 + \theta_1 fvNWC_{it} + \theta_2 IOS_{it} + \theta_3 LEV_{it} + \theta_4 ROE_{it-1} + \theta_5 SIZE_{it} + \theta_6 SGRW_{it} + e_{it} \quad (4)$$

Keterangan variabel sama dengan model (4) di atas.

Kriteria penerimaan H2b adalah $\theta_1 > 0$, yaitu semakin tinggi investasi perusahaan pada modal kerja (fvNWC) maka semakin tinggi kinerja perusahaan, dengan asumsi pengaruh variabel lain adalah konstan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel dan Variabel

Sampel penelitian ini terdiri dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2012 hingga 2015 yang berjumlah 143 perusahaan. Populasi yang tersedia adalah 572 tahun perusahaan, diperoleh dari 143 perusahaan selama periode 4 tahun. Penelitian ini membutuhkan data dari tahun 2011 (untuk variabel lag ROA dan lag ROE), dan 28 tahun perusahaan tidak memiliki data yang lengkap oleh karena itu harus dibuang. Sampel akhir adalah 544 tahun perusahaan dan data ini merupakan panel tidak seimbang, karena tidak semua perusahaan memiliki tahun observasi yang sama. Penelitian ini menggunakan teknik winsorizing (nilai rata-rata tiap variabel plus / minus 3 kali standar deviasi) sebagai perlakuan untuk data outlier. Statistik deskripsi untuk semua variabel ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Max	Min	St.Dev iation	Skewness
IOS	0.0000	3.3656	-3.9469	1.2796	0.5541
NWC	0.1896	0.8133	-0.9772	0.2714	-0.6958
LEV	0.3732	1.6532	0.0000	0.3076	1.1876
DIV	0.1440	2.1406	-0.0863	0.2735	2.4617
ROE					
			100.143		
	33.0134	100.3463	3	48.4670	-0.2351
ROA	0.1926	0.5326	-0.3518	0.2520	-0.4126
SIZE	19.4473	26.2263	10.3347	3.7156	-1.0849
GRW	21.0893	28.4673	11.8295	3.1624	0.0722
RISK	0.1431	0.8420	0.0005	0.1796	2.5864
FCF	0.0143	1.3996	-1.3232	0.2872	0.9189
SGRW	14.0127	22.7609	4.6052	5.3614	-0.0148

Sumber: Data diolah

Secara keseluruhan nilai semua variabel berdistribusi normal yang ditunjukkan dengan nilai Skewness berkisar +/- 2. Variabel IOS adalah skor faktor MBVA, MBVE dan PPEMVA yang diperoleh dengan menggunakan teknik *Confirmatory Factor Analysis* (CFA). Dari Tabel 2, nilai rata-rata IOS adalah 6,59E-09, nilai ini telah mempertimbangkan semua faktor yang terdiri dari komponen IOS.

Nilai rata-rata NWC adalah 0.1896, artinya rata-rata rasio modal kerja bersih tahun perusahaan data observasi adalah 18.96% dari total asetnya. Hal tersebut menunjukkan bahwa pada tahun 2012-2015 rata-rata perusahaan memiliki porsi yang kecil dalam pengeluaran sumber daya untuk modal kerja. Sedangkan nilai rata-rata ROE menunjukkan 33.0134% yang berarti rata-rata tingkat pengembaliannya sepertiga dari tingkat ekuitas.

Hasil Analisis Data

Dari hasil pengujian asumsi klasik, semua data variabel bebas multikolinieritas, namun datanya memiliki masalah heteroskedastisitas. Oleh karena itu penelitian ini menggunakan teknik robust untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas. Sebelum menguji hipotesis, pada penelitian ini dilakukan uji Chow, uji Hausman dan uji pengali Breusch-Pagan Lagrangian untuk memilih metode pengujian terbaik

untuk regresi data panel, baik estimasi *Pooled / common effect, fixed effect* maupun *random effect*.

Penelitian ini menggunakan metode *Two Stage Linear Regression* (TSLs) untuk menganalisis pengaruh secara simultan antara IOS dan NWC, serta pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Pada pengujian H1a dan H1b, tahap pertama digunakan untuk menganalisis pengaruh NWC terhadap IOS (Model 1) dan nilai pas dari IOS (fvIOS) -sebagai hasil tahap pertama- digunakan pada tahap kedua (Model 2). menganalisis pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Demikian pula pada pengujian H2a dan H2b, tahap pertama digunakan untuk menganalisis pengaruh IOS terhadap NWC (Model 3) dan nilai pas dari NWC (fvNWC) - hasil tahap pertama - digunakan pada tahap kedua (Model 4), untuk menganalisis pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Tabel berikut adalah ringkasan hasil TSLs untuk Model 1 dan 2:

Tabel 2. Ringkasan Hasil TSLs untuk Model 1 dan 2

Variable	Sign Expectation	Coef.	Sig.	Remark
Model 1:				
$IOS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NWC_{it} + \alpha_2 LEV_{it} + \alpha_3 DIV_{it} + \alpha_4 ROA_{it-1} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 GRW_{it} + \alpha_7 RISK_{it} + \alpha_8 FCF_{it} + e_{it}$				
Model 2:				
$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 fvIOS_{it} + \beta_2 NWC_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROE_{it-1} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 SGRW_{it} + e_{it}$				
Model 1				
NWC	H1: -	-1.0597	0.000***	Accepted
LEV	+/-	0.2580	0.247	
DIV	-	0.2342	0.119	
ROA _(t-1)	+	0.0541	0.385	
SIZE	+	-0.2334	0.000***	
GRW	+	0.1791	0.000***	
RISK	-	-0.1331	0.3065	
FCF	+	0.0157	0.411	
Constanta		1.0819	0.003***	
Model 2				
fvIOS	H2:+	7.9390	0.000***	Accepted
NWC	+	17.2468	0.009	
LEV	+/-	2.8796	0.313	
ROE _(t-1)	+	0.6483	0.000	
SIZE	+	1.4663	0.004	
SGRW	+	1.3055	0.000	
Constansta		-42.3768	0.000	
Model	Model 1	Model 2		
Hetest	<i>Common effect</i>	<i>Common effect</i>		
Prob > F	Robust	Robust		
R-Square	0.000	0.000		
N	37.12%	61.19%		
	544	544		

Description:

*** Signifikan pada level 1%; **Signifikan pada level 5%; *Signifikan pada level 10%

Sumber: Data diolah

Dari hasil uji Chow, uji Hausman dan Breusch-Pagan LM, diperoleh kesimpulan bahwa model terbaik untuk menguji Model 1 dan 2 adalah *common effect* (*Panel Least Square*). Hasil regresi TSLs untuk estimasi Model 1 dan 2 disajikan pada Tabel 3, terlihat

bahwa koefisien NWC (Model 1) adalah -1.059 dan signifikan pada level 1%, sedangkan koefisien Δ IOS (Model 2) adalah 7.9389, signifikan pada level 1. %. Oleh karena itu hipotesis 1a dan 1b diterima.

Tabel 3. Ringkasan Hasil TSLs untuk Model 3 and 4

Variable	Sign Expectation	Coef.	Sig.	Remark
Model 3:				
$NWC_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 IOS_{it} + \gamma_2 LEV_{it} + \gamma_3 DIV_{it} + \gamma_4 ROA_{it-1} + \gamma_5 SIZE_{it} + \gamma_6 GRW_{it} + \gamma_7 RISK_{it} + \gamma_8 FCF_{it} + e_{it}$				
Model 4:				
$ROE_{it} = \theta_0 + \theta_1 fvNWC_{it} + \theta_2 IOS_{it} + \theta_3 LEV_{it} + \theta_4 ROE_{it-1} + \theta_5 SIZE_{it} + \theta_6 SGRW_{it} + e_{it}$				
Model 1				
IOS	H3: -	-	0.4101	0.000***
LEV	+/-	0.1125	0.139	
DIV	-	0.9949	0.004**	
ROA _(t-1)	+	0.0953	0.0065***	
SIZE	+	0.0184	0.000***	
GRW	+	-	0.0150	0.000***
RISK	-	0.0076	0.434	
FCF	+	0.4953	0.003***	
Constanta		0.2629	0.000***	
Model 2				
fvNWC	H4:+	14.398	0	0.226
IOC	+	0.3004	0.386	
LEV	+/-	-	6.0779	0.2615
ROE _(t-1)	+	0.6681	0.000***	
SIZE	+	0.2439	0.3045	
SGRW	+	1.4185	0.000***	
Constansta		-	17.048	0.016***
Model 3				
Model 4				
Model	<i>Common effect</i>		<i>Common effect</i>	
Hetest	Robust		Robust	
Prob > F	0.000		0.000	
R-Square	37.12%		61.19%	
N	544		544	

Keterangan:

*** Signifikan pada level 1%; **Signifikan pada level 5%;

*Signifikan pada level 10%

Sumber: Data diolah

Serupa dengan hipotesis 1a dan 1b, hipotesis 2a dan 2b diuji dengan menggunakan model common effect (Panel Least Square), berdasarkan hasil uji Chow, Hausman dan Breusch-Pagan LM. Ringkasan pengujian Hipotesis 2a dan 2b dilaporkan pada Tabel 4, menggunakan regresi TSLs. Dari Tabel 4 (keluaran Model 3) terlihat bahwa koefisien IOS adalah -0.4101 signifikan sebesar 1%, namun untuk keluaran Model 4 koefisien fvNWC adalah 14.398 dan tidak signifikan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis 2a diterima, sebaliknya hipotesis 2b ditolak.

Uji Sensitivitas

Untuk uji sensitivitas, semua model akan diuji ulang dengan mengganti ukuran IOS, dengan tujuan untuk mendapatkan kekokohan hasil uji utama. Berdasarkan Hutchinson dan Gul (2003), penelitian ini hanya menggunakan satu komponen IOS, yaitu PPEMVA (plant property and equipment to market value of assets). Menurut Fazzari dan Petersen (1993), modal kerja dan investasi pada aset tetap sangat erat kaitannya dan modal kerja mempengaruhi

tingkat investasi pada aset tetap jika modal kerja yang sangat likuid digunakan sebagai sumber pembiayaan. Hasil uji sensitivitas mendukung semua hasil uji utama yang artinya mendukung hipotesis 1a, 1b, dan 2a, sedangkan hipotesis 2b tidak didukung. Hasil ini menunjukkan bahwa uji utama dalam penelitian ini adalah robust.

Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa IOS dan NWC berpengaruh secara simultan; IOS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap NWC, begitu pula sebaliknya. NWC berpengaruh negatif terhadap IOS, artinya mendukung hipotesis 1a dan 2a. Ini juga mendukung teori manajemen keuangan perusahaan dan studi sebelumnya (Watts dan Smith, 1992; Fazzari dan Petersen, 1993; Brigham dan Houston, 2004; Home dan Wachowicz, 2008), juga mendukung UU No. 40 tahun 2007 tentang tanggung jawab perseroan terbatas dalam pasal 70 tentang penggunaan laba disebutkan bahwa perseroan wajib menetapkan penyisihan dari laba bersih, dan bila penyisihan mencapai paling sedikit 20% dari modal disetor, dapat dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditentukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Sesuai dengan RUPS, selama memiliki laba positif, perusahaan yang memutuskan untuk tidak membagikan labanya (sebagai dividen) kepada pemegang saham, dan sebaliknya memutuskan untuk menyimpannya sebagai laba ditahan (ekuitas), maka perusahaan memiliki sumber pendanaan yang lebih banyak untuk investasi. baik dalam modal kerja maupun investasi jangka panjang, yang akan meningkatkan nilai pemegang saham di masa depan. Jika perusahaan memutuskan untuk berinvestasi lebih banyak pada modal kerja, maka akan menyebabkan lebih sedikit jumlah yang diinvestasikan pada IOS.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa peluang investasi yang dimanfaatkan oleh perusahaan dalam hal tingkat modal kerja terbukti dapat meningkatkan kinerja perusahaan, hal ini mendukung hipotesis 1b. Hasil penelitian ini secara tidak langsung mengkonfirmasi penjelasan Aktas et al. (2015) bahwa penurunan tingkat investasi pada modal kerja yang berlebihan dapat meningkatkan kinerja perusahaan, hal ini dikarenakan perusahaan dapat memanfaatkan kelebihan dana dalam modal kerja dan diarahkan pada investasi lain yang menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi.

Namun penelitian ini gagal mendukung hipotesis 2b yang berarti bahwa tingkat modal kerja bersih yang ditentukan oleh set peluang investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini sejalan dengan penjelasan Fazzari dan Petersen (1993) bahwa modal kerja dan investasi masih sangat terkait, modal kerja juga merupakan investasi yang mengkonsumsi arus kas, modal kerja dapat digunakan sebagai sumber

pendanaan untuk investasi pada aset tetap. Dengan mengutamakan pada IOS atau investasi tetap, maka modal kerja bersih dapat sangat berkurang (mungkin terjadi kekurangan likuiditas), dan pada akhirnya akan menyebabkan jumlah aset lancar -yang dapat langsung diubah menjadi kas- tidak optimal, hal ini dapat menjelaskan mengapa nilai pas dari NWC tidak mempengaruhi kinerja perusahaan.

PENUTUP

Penelitian ini menguji pengaruh simultan dari Investment Opportunity Set (IOS) dan Net Working Capital (NWC), serta menguji pengaruh simultan terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang simultan antara IOS dan NWC, dan IOS (yang dipengaruhi NWC) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Namun tidak ada bukti bahwa NWC (yang dipengaruhi oleh IOS) berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Hasilnya memiliki beberapa implikasi penting, seperti: bagi manajer dan pemegang saham. Bagi para manajer, hasil tersebut mengimplikasikan bahwa manajer harus mempertimbangkan tingkat NWC sebelum mereka membuat keputusan investasi, karena hal tersebut dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Dari hasil tersebut, manajer juga harus lebih memprioritaskan pengalokasian sumber daya dan dana perusahaan pada NWC terlebih dahulu kemudian ke IOS, karena keputusan untuk mengalokasikan NWC setelah IOS (NWC yang dipengaruhi oleh IOS) tidak terbukti meningkatkan kinerja perusahaan. Pemegang saham atau investor harus mempertimbangkan tingkat NWC perusahaan sebelum membuat keputusan investasi, karena hal itu mempengaruhi tingkat IOS dan pada akhirnya akan meningkatkan kinerja perusahaan.

Studi ini tidak mempertimbangkan mekanisme tata kelola atau pemantauan keputusan manajer, berdasarkan literatur tata kelola perusahaan, keputusan semua manajer harus berada di bawah pengawasan atau dipantau oleh mekanisme tata kelola perusahaan. Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan pengaruh mekanisme tata kelola perusahaan pada efek simultan IOS dan NWC dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Arif, D., Yucha, N., Setiawan, S., Oktarina, D., Martah, V., & Muttaqin, N. (2020). Applications of Goods Mutation Control Form in Accounting Information System: A Case Study in Sumber Indah Perkasa Manufacturing, Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*,

7(8), 419–424.

Ahmed, Z., Awan, M. Z., Safdar, M. Z., Hasnain, T., & Kamran, M. (2016). A Nexus between Working Capital Management and Profitability: A Case Study of Pharmaceutical Sector in Pakistan, 6(2004), 4138.

Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*, 30(1), 98–113. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008>

B. A. R. Appuhami, "The Impact of Firms' Capital Expenditure On Working Capital Management: An Empirical Study Across Industries in Thailand," *Int. Manag. Rev.*, vol. 4, no. 1, pp. 1–10, 2008.

B. A.S. and M. L.J., "Taking stock: a critical assessment of recent research on inventories," *J. Econ. Perspect.*, vol. Vol. 5, , 1991.

C. W. Smith and R. L. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Financing Policies," *J. financ. econ.*, vol. 32, no. 1991, pp. 263–292, 1992.

Gujarati, Damodar N., & Porter, Dawn C. (2009). *Basic Econometrics* (Fifth ed.). New York: McGraw- Hill Irwin. pp. 711 – 736," 2009.

H. Shin and L. Soenen, "Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability," *Financ. Pract. Educ.*, vol. 8, no. 2, pp. 37 – 45, 1998.

L. Donaldson and J. H. Davis, "Stewardship Theory or Agency Theory:," *Aust. J. Manag.*, vol. 16, no. June 1991, pp. 49–66, 1991.

lin and Lin, "How does Corporate Governance Affect Free Cash Flow?," vol. 6, no. 3, pp. 145–156, 2016.

M. Hutchinson and F. A. Gul, "Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance," *J. Corp. Financ.*, vol. 10, no. 4, pp. 595–614, 2004.

M. Jensen and W. Meckling, "Theory of the firm:

- managerial behavior, agency costs, and ownership structure," *Econ. Nat. firm*, no. December 2000, pp. 283–303.
- P. Of and F. Members, *University of Ghana College of Humanities Publications of Faculty Members in the College of Humanities*, . 2015.
- P. Weekly, "Financing Qf Working Capital in Indian Industry," vol. 20, no. 35, 2014.
- PwC, "Cash for Growth (DACH)," no. November, p. 16, 2014.
- R. Gopal, *Financial Management*. 2008.
- R. S. Pindyck, "Capital risk and models of investment behaviour," no. September, 1986.
- S. Kallapur and M. a. Trombley, "The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement," *Manag. Financ.*, vol. 27, no. 3, pp. 3–15, 2001.
- S. Wasiuzzaman, "Working capital and firm value in an emerging market," *Int. J. Manag. Financ.*, vol. 11, no. 1, pp. 60–79, 2015.
- Tidajoh, B. E. (2015). The effect of Contingent Fit between competitive strategy and Investment Opportunity Set on firm performance with corporate governance as moderation factor. Dissertation. Economics and Business Faculty. Postgraduate Program of Accou," p. 2015, 2015.
- Yucha, N., Setiawan, S., Muttaqiin, N., Ekasari, R., & Mauladi, K. F. (2020). *Digital Payment System Analysis of Buying Decision in Indonesia*. 7(10), 323–328.
<https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.n10.323>
- Wuryani, E., Fathoni, A., Sutarsi, S., Nurna, N., & Arif, D. (2021). *Analysis of decision support system on situational leadership styles on work motivation and em- ployee performance*. 11.
<https://doi.org/10.5267/j.msl.2020.9.033>