

## APAKAH FINANCIAL CONSTRAINT MEMODERASI PENGARUH MODAL KERJA TERHADAP PROFITABILITAS SEBELUM DAN SELAMA PANDEMI COVID 19?

VIA ANINGTYAS PUTRI  
VEGA WAFARETTA\*

Universitas Negeri Malang, Jalan Semarang Nomor 5, Malang, Indonesia  
vaningtyas@gmail.com, vega.wafaretta.fe@um.ac.id\*

Received: September 15, 2023; Revised: November 6, 2023; Accepted: November 11, 2023

**Abstract:** Working capital decisions are important for financing the operations of manufacturing companies, especially during a pandemic which indicates a decline in working capital. This study aims to examine the effect of working capital (Net Working Capital - NWC) on the profitability of manufacturing companies on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during non-pandemic and pandemic conditions covid-19, as well as testing the moderating effect of financial constraint. The sample is determined by technique purposive sampling for manufacturing companies from 2018-2021 and analyzed with moderation regression. Results do not confirm Resource-Based Theory where working capital has a significant negative effect on profitability because high working capital creates additional costs that can reduce profits. In addition, the data shows that each sub-sector has different characteristics in terms of working capital requirements and profit-generating capabilities. There are sub-sectors with low (high) working capital that have high (low) profitability. This negative direction of working capital and profits continued until the pandemic conditions, of course, several sub-sectors experienced a decline in profitability. This study also shows that there is no moderating effect financial constraint, but financial constraint has a significant positive effect on profitability. The lower financial constraint, the company's profits continued to decline which could be due to the company's less than optimal management of available funds. The theoretical and practical implications of this study are unconfirmed Resource-Based Theory due to differences in sub-sector and company characteristics. The results show the importance of management in managing working capital optimally to profitability even in pandemic and financial constraints.

**Keywords:** Working Capital, Financial Constraint, Profitability, Covid-19 Pandemic, Resources-based Theory

**Abstrak:** Keputusan modal kerja penting untuk pembiayaan operasional perusahaan manufaktur, apalagi dalam kondisi pandemi yang mengindikasikan adanya penurunan modal kerja. Penelitian ini memiliki tujuan untuk menguji pengaruh modal kerja (Net Working Capital - NWC) terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama kondisi non-pandemi dan pandemi covid-19, serta menguji efek moderasi dari financial constraint. Sampel ditentukan dengan teknik purposive sampling untuk perusahaan manufaktur dari tahun 2018-2021 dan dianalisis dengan regresi moderasi. Hasil tidak mengkonfirmasi *Resource-Based Theory* dimana modal kerja berpengaruh negatif terhadap profitabilitas karena tingginya modal kerja menimbulkan tambahan biaya-biaya yang dapat menurunkan laba. Selain itu, data menunjukkan bahwa setiap sub sektor memiliki karakteristik yang berbeda terkait kebutuhan modal kerja dan kemampuan menghasilkan laba. Terdapat sub-sektor dengan modal kerja rendah (tinggi) yang memiliki profitabilitas tinggi (rendah). Arah negatif modal kerja dan laba ini terus berlanjut

hingga kondisi pandemi yang tentunya beberapa sub sektor mengalami penurunan profitabilitas. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa tidak ada efek moderasi *financial constraint*, tetapi *financial constraint* berpengaruh positif terhadap profitabilitas. Semakin rendah *financial constraint*, laba perusahaan tetap menurun yang dapat dikarenakan kurang optimalnya perusahaan dalam mengelola dana yang tersedia. Implikasi teoritis dan praktis dari studi ini adalah tidak dikonfirmasi *Resource-Based Theory* dapat dikarenakan perbedaan sub-sektor dan karakteristik perusahaan. Hasil menunjukkan pentingnya manajemen dalam mengelola modal kerja secara optimal untuk mencapai profitabilitas walaupun dalam kondisi pandemi dan *financial constraint*.

**Kata kunci:** Modal Kerja, *Financial Constraint*, Profitabilitas, Pandemi Covid-19, *Resources-based Theory*

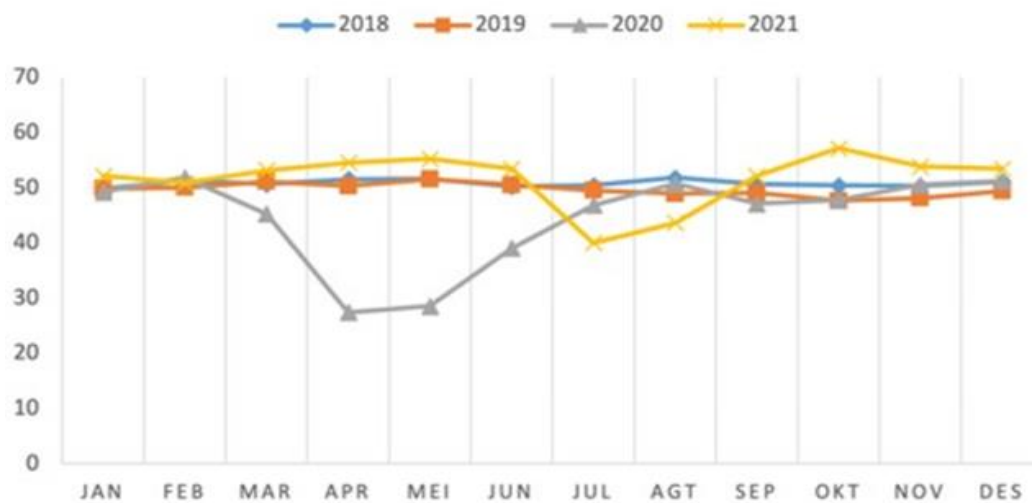
## PENDAHULUAN

Munculnya pandemi covid-19 berimbas pada semua sektor mulai dari bidang kesehatan, kemanusiaan, ekonomi, dan sistem keuangan secara global. Indonesia juga menjadi salah satu negara terkena imbas munculnya kondisi pandemi covid-19 termasuk sektor-sektor industrinya, salah satunya adalah sektor manufaktur. Dilihat dari *purchasing managers index* (PMI) atau indeks manajer pembelian yaitu gambaran kondisi bisnis sektor manufaktur yang diperoleh berdasarkan faktor-faktor seputar permintaan, output, stok pembelian, ketenagakerjaan, dan pengiriman dari pemasok. Jika PMI manufaktur Indonesia di atas 50, maka sektor manufaktur di Indonesia bisa dianggap sedang berada dalam fase pertumbuhan (ekspansi), sedangkan jika di bawah 50, maka sektor manufaktur di Indonesia bisa dianggap sedang berada dalam fase perlambatan (kontraksi) di mana hal ini bisa menunjukkan bahwa permintaan konsumen mengalami penurunan ([CNN Indonesia 2022](#)).

Berdasarkan Gambar 1, PMI manufaktur di Indonesia dari tahun 2018 hingga tahun 2021 mengalami fluktuasi. Sepanjang tahun 2018 PMI manufaktur Indonesia memiliki

kinerja yang stabil dan memiliki rata-rata PMI berada di level 50 (ekspansi). Menurut IHS Markit PMI manufaktur mengalami penurunan berturut-turut selama 7 bulan sejak Juli 2019 yang tercatat selalu di bawah 50 atau dalam level kontraksi diakibatkan adanya kondisi berkurangnya permintaan, aktivitas pembelian konsumen, dan tekanan harga. Dampak ini berlanjut seiring dengan meningkatnya penyebaran virus covid-19 yang merugikan penjualan dan produksi sektor manufaktur, dimana PMI manufaktur mengalami penurunan paling tajam di bawah level 50 ([IHS Markit 2020](#)). Industri manufaktur di tahun 2021 mengalami kenaikan walaupun berfluktuasi, namun mereka masih menghadapi tantangan lain seperti gangguan pasokan karena kinerja supplier yang terus memburuk dan dapat mengganggu kegiatan produksi dan pertumbuhan perusahaan manufaktur kedepannya ([Enderwati 2022](#)). Industri manufaktur juga harus menghadapi tekanan harga, kenaikan biaya bahan baku dan transportasi yang menyebabkan mereka membebankan kenaikan biaya kepada konsumen dengan meningkatkan harga ([IHS Markit 2021](#)).

Gambar 1. PMI Manufaktur Indonesia (katadata.co.id)



Industri manufaktur Indonesia merupakan salah satu yang memegang peranan penting bagi perekonomian, yang diharuskan senantiasa tetap mampu bertahan dalam menjaga kinerja mereka. Perusahaan manufaktur tetap harus memperhatikan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan laba dalam waktu tertentu dengan terus mempertahankan efektifitas dan efisiensi dari kinerja mereka, termasuk dalam hal mengelola keuangan salah satunya berkaitan dengan modal kerja karena penting untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Oleh karena itu, pengambilan keputusan mengenai kebutuhan modal kerja tidak boleh dianggap remeh oleh perusahaan, bahkan para manajer memerlukan waktu yang tidak singkat untuk memikirkan keputusan terkait modal kerja ([Harmono 2011:193](#)).

Modal kerja perusahaan dihasilkan dari aktiva lancar serta kewajiban lancar yang sekaligus dapat digunakan untuk mengukur likuiditas perusahaan ([Laghari and Chengang 2019](#)). Aktiva lancar dan kewajiban lancar menjadi bagian komponen penting aset perusahaan yang memerlukan pengelolaan secara efektif serta kehati-hatian oleh manajemen ([Tahir and Anuar 2016](#)). Perusahaan membutuhkan modal kerja untuk

pembiayaan kegiatan operasionalnya dan memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Pengelolaan modal kerja berpengaruh kedepannya bagi perkembangan perusahaan, jika modal kerja tidak memadai bisa mengganggu perusahaan dalam memperluas penjualan dan meningkatkan produksinya sehingga hal ini dapat mempengaruhi pendapatan dan keuntungan yang diperoleh ([Sartono 2012:385](#)).

Pengelolaan modal kerja dapat membantu manajemen perusahaan menentukan kebijakan dalam penggunaan modal yang tepat bagi perusahaan. Modal kerja yang berlebihan akan membuat penggunaan dana kurang maksimal dan dapat menyebabkan perusahaan merugi karena dana yang dimiliki tidak digunakan atau menganggur yang akan berdampak pada bertambahnya beban perusahaan, selain itu profitabilitas perusahaan akan menurun. Sebaliknya perusahaan dengan modal kerja yang kurang bisa menghambat keberlangsungan operasional dan kemungkinan besar bisa menyebabkan kehilangan pendapatan dan keuntungan sehingga likuiditas perusahaan dapat meningkat ([Hanafi 2010:520](#)). Maka dari itu, memiliki kecukupan dalam modal kerja bisa membantu meningkatkan keuntungan dan penjualan yang

sesuai dengan jumlah modal kerja yang telah digunakan ([Amponsah-Kwatiah and Asiamah 2020](#)).

Penggunaan manajemen modal kerja dapat membantu perusahaan untuk memastikan bahwa kegiatan operasional telah dilakukan secara efisien dengan memantau penggunaan aset dan kewajiban lancar dalam menghasilkan keuntungan ([Prempeh and Peprah-Amankona 2020](#)). Perusahaan yang memiliki kemampuan dalam menjaga likuiditas pada kegiatan operasional perusahaan dan memastikan bahwa kewajibannya telah terpenuhi menunjukkan bahwa perusahaan baik dalam mengelola operasionalnya, jadi mereka mampu memaksimalkan keuntungannya ([Aldubhani et al. 2022](#); [Amponsah-Kwatiah and Asiamah 2020](#)). Pengelolaan modal kerja sangat penting bagi perusahaan terutama ketika kondisi pasar keuangan dalam kondisi yang tidak stabil terutama diakibatkan oleh ketidakpastian fundamental ekonomi secara global termasuk kondisi pandemi covid-19 ([Panigrahi et al. 2022](#)).

Dalam kondisi pandemi covid-19 perekonomian di seluruh dunia menjadi memburuk, terjadinya kebijakan pembatasan sosial (*lockdown*), pemberhentian kerja, permintaan konsumen yang menurun, usaha-usaha yang terpaksa berhenti, termasuk bagi perusahaan-perusahaan yang harus berjuang dalam mengatasi masalah yang timbul di setiap sektor, pasar keuangan, dan ekonomi ([Khan 2022](#)). Adanya pandemi covid-19 menyebabkan nilai aset perusahaan menurun lebih rendah yang membuat kebutuhan modal jangka pendek perusahaan menjadi terancam menjadi tidak efektif. Perusahaan juga harus menghadapi risiko terjadinya permintaan barang dan jasa menurun, penumpukan persediaan, dan keterlambatan penagihan piutang ([Tarkom 2022](#)), serta likuiditas perusahaan yang berada di bawah tekanan apalagi bagi perusahaan yang bergantung pada pembiayaan eksternal karena kondisi pasar kredit yang ketat dan uang tunai

menjadi sumber daya yang langka. Kondisi ini dapat membuat perusahaan mengalami penurunan pada arus kas, pendapatan, dan bahkan keuntungan yang diperoleh ([Hofmann, Töyli, and Solakivi 2022](#); [Khan 2022](#)).

Salah satu yang diinginkan untuk diwujudkan perusahaan adalah memperoleh keuntungan yang maksimal ([Sugeng 2017:8](#)), keuntungan yang dihasilkan dapat digunakan perusahaan dalam mengukur bagaimana kinerja yang telah dilakukan perusahaan, salah satunya dengan menggunakan rasio keuangan sebagai indikator penilaian melalui data laporan keuangan. Profitabilitas dengan indikator *return on assets* (ROA) dapat digunakan perusahaan untuk melihat besarnya keuntungan yang diperoleh dan bagaimana operasi perusahaan mampu menghasilkan keuntungan tertentu dengan memaksimalkan penggunaan aset-aset yang telah digunakan, nilai ROA yang semakin tinggi membuat pengembalian dari aset yang dimanfaatkan juga semakin besar ([Hanafi 2010:42](#)), sehingga penggunaan modal kerja menjadi faktor yang dapat mempengaruhi profitabilitas sebuah perusahaan ([Dalci and Ozyapici 2018](#)).

Literatur sebelumnya telah mengakui dengan baik peran penting manajemen modal kerja dalam menentukan kinerja keuangan suatu perusahaan, namun masih terdapat penelitian sebelumnya yang belum konsisten dan menimbulkan perbedaan, hal ini dikarenakan adanya perbedaan negara serta konteks dari penelitian–penelitian tersebut serta kondisi ekonomi yang beragam. Penggunaan proksi menggunakan proksi *net working capital* (NWC) yang merupakan gabungan dari seluruh modal kerja (*working capital*) dan tidak terpisah menjadi salah satu kebaruan yang dilakukan khususnya bagi perusahaan di Indonesia dalam menghasilkan laba untuk menguji efektivitas *net working capital* (NWC) dan efek dari pandemi covid-19 terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, faktor baru ditelusuri dengan menyelidiki peran moderasi dari kendala keuangan

(*financial constraint*) pada studi terkait dengan perannya dalam modal kerja dan kinerja perusahaan yang masih belum luas dilakukan ([Hofmann, Töyli, and Solakivi 2022](#)).

*Financial constraint* merupakan kondisi perusahaan perusahaan memiliki keterbatasan dalam memperoleh dana ([Gracia 2018](#)). Selain itu, besar kecilnya penggunaan hutang jangka pendek untuk membiayai modal kerja bergantung pada tingkat kendala keuangan yang dimiliki perusahaan, dan diharapkan bahwa perusahaan tidak mengalami kendala keuangan sehingga mampu meningkatkan modal kerjanya melalui utang jangka pendeknya ([Altaf and Ahmad 2019](#)). Adanya perbedaan dan ketidakkonsistenan pada hasil penelitian-penelitian sebelumnya terkait modal kerja dan kinerja keuangan perusahaan yang telah dikaji oleh beberapa peneliti, penggunaan indikator net working capital (NWC) dan penambahan adanya *financial constraint* sebagai variabel moderasi menjadi celah untuk dapat melakukan penelitian dengan industri yang terdapat di Indonesia khususnya ketika dalam kondisi pandemi covid-19.

Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah modal kerja (*net working capital* - NWC) berpengaruh positif pada profitabilitas dan apakah *financial constraint* memoderasi pengaruh positif NWC pada profitabilitas perusahaan manufaktur Indonesia dalam kondisi pandemi covid-19. Studi ini mengacu pada *Resources-based Theory* yang menjelaskan peran sumber daya, baik modal fisik, manusia, dan organisasi dalam mencapai tujuan perusahaan, salah satunya profitabilitas ([Akindele et al. 2022](#); [Adejuwon, J.A & Rasheed 2022](#)). Studi ini menguji peran modal kerja terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur dalam kondisi pandemi, serta apakah perusahaan sampel mengalami *financial constraint* dan dampaknya ke profitabilitas.

Terkait dengan implikasi teoritis, temuan studi ini tidak mengkonfirmasi

*Resource-Based Theory*, di mana modal kerja berdampak negatif terhadap profitabilitas dan *financial constraint* yang rendah juga tidak mendorong profitabilitas perusahaan. Implikasi praktis studi ini adalah pengaruh modal kerja, pandemi, dan *financial constraint* terhadap profitabilitas yang tidak mengkonfirmasi *Resource-Based Theory* dikarenakan bergantung pada sub-sektor dan karakteristik perusahaan, seperti ditunjukkan oleh pengaruh positif ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan. Dengan demikian, hasil menunjukkan bahwa manajemen perlu memanfaatkan dan mengelola modal kerja dengan baik agar tetap mencapai profitabilitas walaupun dalam kondisi *financial constraint* dan pandemi.

Penelitian ini dilakukan dengan merujuk pada penelitian dari [EL-Ansary & Al-Gazzar \(2021\)](#) dan [Atayah et al. \(2022\)](#). Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu tersebut adalah penggunaan industri manufaktur Indonesia sebagai sampel dengan periode 2018-2021. Penelitian [EL-Ansary & Al-Gazzar \(2021\)](#) menggunakan perusahaan barang konsumen negara MENA periode 2013-2019, sedangkan [Atayah et al. \(2022\)](#) menggunakan perusahaan logistik negara G20 periode 2010-2020 sebagai sampel penelitian. Selain itu, pada penelitian [EL-Ansary & Al-Gazzar \(2021\)](#) indikator modal kerja dipisah menjadi modal kerja positif dan negatif, sedangkan penelitian ini menggabungkan keseluruhan modal kerja. Studi [EL-Ansary and Al-Gazzar \(2021\)](#) menggunakan 2 variabel dependen yaitu ROA dan ROE, sedangkan penelitian ini menggunakan ROA di mana indikator ini dapat mengukur kinerja operasional perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari penggunaan modal kerja (aset). Rasio ini juga mengukur efisiensi dari pengelolaan aset perusahaan di mana semakin tinggi rasio ROA, maka semakin baik manajemen aset perusahaan ([EL-Ansary and Al-Gazzar 2021](#)). Sementara itu, ROE lebih relevan untuk

pengambilan keputusan pengguna eksternal karena pihak eksternal mempertimbangkan nilai residu antara aset dan liabilitas secara keseluruhan. Karena studi ini fokus pada pengelolaan modal kerja oleh internal perusahaan, maka digunakan rasio ROA. Rasio ini juga penting bagi manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan terkait investasi dan strategi ekspansi ([Sudarno 2022:93](#)) yang dapat mendukung kinerja operasional.

### **Resource-based Theory**

Penelitian ini menggunakan *resource-based theory*, di mana teori ini mengungkapkan bahwa dana internal perusahaan merupakan sumber keunggulan utama. Teori ini menjelaskan bahwa ternyata kemampuan perusahaan dan sumber daya yang dimiliki menjadi pendorong utama serta yang mendasar bagi kinerja perusahaan dengan keunggulan yang kompetitif. Sumber daya perusahaan dapat dibagi menjadi tiga, yaitu sumber daya modal organisasi, modal manusia, dan modal fisik. Sumber daya modal fisik termasuk aset-aset perusahaan merupakan sumber daya yang dapat dikelola dan digunakan agar peningkatan kinerja perusahaan menjadi lebih efektif dan efisien. Sehingga, penelitian ini menggunakan teori berbasis sumber daya (*resource-based theory*) sebagai landasan teori, sebab komponen modal kerja menjadi salah satu komponen utama perusahaan yang berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan dan menjadi strategi investasi yang baik ketika perusahaan mengalami keterbatasan ([Akindele et al. 2022](#); [Adejuwon, J.A & Rasheed 2022](#)).

### **Modal Kerja**

Modal kerja digunakan oleh setiap perusahaan agar dapat membiayai dan menjalankan operasional mereka. Pengelolaan modal kerja dengan cara efektif dan efisien bagi keberlangsungan perusahaan sangat penting apalagi pada saat pertumbuhan ekonomi, sehingga mereka dapat meningkatkan kinerjanya dan bertahan dari dampak krisis

keuangan ([Akgün and Memis Karatas 2020](#)). Manajemen modal kerja terdiri dari 3 konsep, pertama *net working capital* (NWC) atau disebut konsep kualitatif yaitu modal kerja yang didapatkan dari hasil pengurangan aset lancar dan utang lancar, dan perusahaan memiliki keuntungan untuk melihat tingkat likuiditasnya. Kedua, *gross working capital* (GWC) disebut juga konsep kuantitatif yaitu modal kerja yang terdiri dari seluruh aset-aset lancar terdiri dari kas, bank, persediaan, piutang, dan lainnya. Konsep yang ketiga fungsional merupakan konsep yang berfokus terhadap manfaat dana yang digunakan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan, maksudnya adalah banyaknya laba yang diperoleh perusahaan sama besarnya dengan banyaknya dana yang telah digunakan untuk memperoleh laba tersebut. Modal kerja yang semakin banyak digunakan, semakin banyak pula laba yang diperoleh perusahaan dan begitu pula sebaliknya, namun pada kenyataannya hal seperti itu tidak selalu terjadi ([Kasmir 2017:214](#)).

Modal kerja bersih dapat digunakan untuk mengukur posisi likuiditas yang dimiliki perusahaan, agar perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan dalam membiayai kegiatan operasional tersebut, modal kerja diharapkan dapat diperoleh kembali dalam jangka pendek melalui kegiatan penjualan yang relatif singkat ([Harmono 2011:193](#)). Penelitian ini menggunakan *net working capital* (NWC) yang diperoleh dari hasil penjumlahan persediaan dengan piutang dan pengurangan dari utang yang dibagi dengan penjualan untuk memberikan pengukuran yang relatif di berbagai negara dan mata uang untuk digunakan sebagai indikator dalam menguji dari sisi operasional modal kerja terhadap profitabilitas perusahaan ([EL-Ansary and Al-Gazzar 2021](#)).

### **Pandemi Covid-19**

Pada awal-awal tahun 2020 muncul pandemi covid-19 yang menyebar luas ke

seluruh dunia dan memberikan dampak yang fatal bagi perekonomian. Kondisi ini menghambat perekonomian secara global dan mengakibatkan perusahaan-perusahaan berisiko untuk mengatasi masalah yang timbul selama pandemi covid-19 ([Khan 2022](#)). Pemerintah mulai menerapkan beberapa langkah ketat, seperti pembatasan aktivitas di luar, kebijakan lockdown, dan penutupan tempat usaha, namun menimbulkan risiko lain bagi masyarakat dalam memenuhi keberlangsungan hidupnya, bahkan bagi perusahaan baik ritel, pariwisata, manufaktur, dan industri lainnya dalam skala global ([Lu et al. 2021](#)).

Tindakan pemerintah untuk memperlambat penyebaran pandemi berpotensi mengurangi pengeluaran konsumen yang berakibat pada penutupan usaha, terjadinya penurunan permintaan masyarakat, perusahaan mengalami keterlambatan dalam penagihan piutang dan penumpukan dalam persediaan yang dapat menyebabkan nilai aset perusahaan menjadi lebih rendah ([Lu et al. 2021](#); [Tarkom 2022](#)). Pandemi covid-19 yang terjadi dapat mengganggu perusahaan dalam memperoleh pendapatan, menghadapi biaya tetap, termasuk pembayaran utang, bahkan pada penurunan saldo kas. Kondisi ini dapat memperburuk keuangan seperti menurunnya likuiditas dan berisiko pada kredit perusahaan, karena lembaga keuangan tidak akan memberikan pinjaman kepada perusahaan jika memiliki kualitas kredit dan nilai aset yang rendah. Kondisi ini telah menimbulkan tantangan berat bagi kinerja perusahaan ([Khan 2022](#)). Oleh karena itu, efek yang ditimbulkan dari adanya pandemi covid-19 menarik untuk dikaji lebih lanjut terutama pada bidang keuangan dan ekonomi di seluruh dunia.

### **Financial Constraint**

Terjadinya penurunan ekonomi dapat memungkinkan perusahaan berisiko dalam mengalami kendala keuangan. Kendala

keuangan merupakan kondisi sebuah perusahaan yang mengalami kesulitan atau terbatas dalam memperoleh pendanaan eksternal, sehingga membuat perusahaan harus mengurangi investasinya pada modal kerja, mempercepat penagihan piutang, membatasi persyaratan pemberian piutang, melakukan likuidasi persediaan, dan melonggarkan persyaratan untuk memperoleh utang ([Gracia 2018](#)). Perusahaan yang mengalami kendala keuangan dapat kesulitan untuk memperoleh pinjaman jangka pendek dengan persyaratan yang lebih mudah dan tingkat bunga yang lebih rendah ([Altaf and Ahmad 2019](#)).

[Fazzari and Petersen \(1993\)](#) mengungkapkan bahwa investasi modal kerja lebih sensitif terhadap kendala keuangan. Faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam investasi yaitu sumber dana internal yang mereka miliki, biaya ke sumber pendanaan eksternal, dan kemudahan mereka ke pasar modal ([Laghari and Chengang 2019](#)). Fluktuasi investasi yang dilakukan pada saat arus kas lebih tinggi dibandingkan dengan investasi pada saat arus kas lebih rendah dapat digunakan sebagai indikator untuk kendala keuangan, semakin tinggi sensitivitas maka menandakan adanya kendala keuangan yang lebih tinggi ([Hofmann, Töyli, and Solakivi 2022](#)).

Penelitian ini menggunakan indikator *fixed investment sensitivity* (FIS) yang masih sedikit dibahas dalam hubungan antara modal kerja dengan kinerja perusahaan. Ketika arus kas rendah perusahaan yang sensitif terhadap arus kas berinvestasi lebih sedikit sedangkan ketika arus kas tinggi perusahaan lebih banyak melakukan investasi tinggi sehingga menyebabkan perusahaan yang sensitif terhadap arus kas menghadapi kendala keuangan ([Hovakimian and Hovakimian 2009](#)). Perusahaan yang memiliki nilai kurang lebih sampai 15% tidak mengalami kendala keuangan ( $LOW_{Fis}$ ), 15%-85% perusahaan dengan rata-

rata kendala keuangan ( $Base_{Fis}$ ), dan di atas 85% perusahaan dengan kendala keuangan yang tinggi ( $High_{Fis}$ ) ([Hofmann, Töyli, and Solakivi 2022](#)).

### Profitabilitas

Profitabilitas dapat digunakan untuk menunjukkan kesanggupan perusahaan dalam mendapatkan laba atau keuntungan melalui kegiatan seperti penggunaan aset, penggunaan modal dan kegiatan penjualan ([Hanafi 2010:42](#)). Rasio ini memberikan gambaran terkait dengan manajemen yang dilakukan perusahaan ketika melaksanakan kinerjanya selama periode tertentu ([Kasmir 2012:196](#)). Penelitian ini memilih *Return on Assets* (ROA) sebagai indikator untuk melihat keberhasilan perusahaan manufaktur dalam kemampuan mereka memperoleh keuntungan atau laba dari dana-dana yang terdapat di total aset milik perusahaan, rasio ini juga biasa disebut Return on Investment (ROI) ([Hanafi and Halim 2016:81](#)). Hasil rasio ini dapat memberikan informasi baik bagi internal perusahaan maupun pihak-pihak lain yang memiliki keperluan dan kepentingan dengan perusahaan tentang efisiensi mereka dalam menghasilkan keuntungan melalui penggunaan aktivitya. Tingkat pengembalian aset yang semakin tinggi, menunjukkan profitabilitas dari perusahaan yang semakin tinggi juga, begitu pula sebaliknya ([Hery 2021:193](#)).

### Pengembangan Hipotesis

Resource-Based Theory menjelaskan bahwa perusahaan dapat memanfaatkan sumber daya yang dimiliki untuk meningkatkan kinerja menjadi lebih baik, salah satunya adalah modal kerja. Modal kerja termasuk sumber daya modal fisik yang dapat digunakan untuk menciptakan keunggulan kompetitif ([Akindede et al. 2022](#); [Adejuwon, J.A & Rasheed 2022](#)). Literatur keuangan perusahaan mengakui pentingnya keputusan keuangan jangka pendek

bagi profitabilitas perusahaan, namun hasil penelitian yang ditemukan memiliki arah penelitian yang berbeda ([Anton and Afloarei Nucu 2020](#); [Wang, Akbar, and Akbar 2020](#)). Beberapa penelitian menemukan bahwa modal kerja berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan ([Chalmers, Sensini, and Shan 2020](#); [Gonçalves, Gaio, and Robles 2018](#); [Ren et al. 2019](#); [Sianturi 2021](#); [Herdiyana, Sumarno, and Endri 2020](#); [Le 2019](#); [Wang, Akbar, and Akbar 2020](#)). Perusahaan yang memiliki banyak hutang dapat mengurangi insentif perusahaan dalam meningkatkan manajemen modal kerja perusahaan, manajemen perlu membuat trade-off antara tujuan mereka untuk profitabilitas dan pengendalian risiko ([Le 2019](#)). Kurangnya informasi dan kesalahan dalam memprediksi peluang pertumbuhan ke depan dapat mengakibatkan perusahaan melakukan kesalahan investasi tinggi pada modal kerja sehingga memberikan dampak negatif pada kinerja perusahaan yang dapat menghambat keberlanjutan perusahaan ([Wang, Akbar, and Akbar 2020](#)). Penggunaan yang tinggi dari modal kerja dapat membuat perusahaan berisiko tidak menguntungkan sekaligus menambah beban pembiayaan seperti biaya perawatan, penyimpanan, asuransi dan lainnya ([Herdiyana, Sumarno, and Endri 2020](#); [K. Chalmers, Sensini, and Shan 2020](#); [Ren et al. 2019](#); [Sianturi 2021](#))

Di sisi lain, penelitian sebelumnya telah menemukan pengaruh positif modal kerja terhadap profitabilitas ([Moussa 2018](#); [Enqvist, Graham, and Nikkinen 2014](#); [Kabuye et al. 2019](#); [Nguyen and Nguyen 2018](#); [Jana 2018](#); [Kawakibi, Sumiati, and Hadiwidjojo 2019](#); [Gonçalves, Gaio, and Robles 2018](#); [Amponsah-Kwatiah and Asiamah 2020](#)). [Kawakibi et al. \(2019\)](#) dan [Nguyen & Nguyen \(2018\)](#) mengungkapkan perusahaan yang mampu



menghemat dan menerapkan modal kerja yang dimiliki akan meningkatkan efisiensi operasional perusahaan sehingga profitabilitas mereka juga meningkat. [Kabuye et al. \(2019\)](#) berpendapat bahwa manajemen modal kerja yang efisien dapat digunakan untuk memastikan bahwa perusahaan mampu mengelola kegiatan operasinya, sehingga perusahaan dapat memiliki arus kas yang memenuhi kewajiban. Selain itu, dapat mengurangi pinjaman jangka pendek yang dibutuhkan oleh perusahaan, sehingga menghemat pembayaran bunga dan meningkatkan profitabilitas ([Amponsah-Kwatiah and Asiamah 2020](#)).

Perusahaan dengan tingkat modal kerja tinggi mampu membuat profitabilitas mereka bertambah besar melalui peningkatan penjualan dan pendapatan, selain itu mereka bisa memastikan kelanjutan dari kegiatan operasionalnya, memenuhi kewajiban yang jatuh tempo dan biaya operasional nantinya ([Moussa 2018](#); [Engqvist, Graham, and Nikkinen 2014](#); [Jana 2018](#)). Hasil yang beragam mengenai pengaruh modal kerja tersebut menunjukkan bahwa keputusan keuangan jangka pendek harus mengakui modal kerja sebagai faktor penentu kinerja keuangan. Berdasarkan hal-hal di atas diketahui bahwa modal kerja memberikan pengaruh pada profitabilitas perusahaan, jadi penelitian ini mencoba menguji pengaruh modal kerja terhadap profitabilitas, dengan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Net working capital* berpengaruh positif terhadap profitabilitas

Penelitian ini juga meninjau bagaimana kondisi yang dihadapi perusahaan ketika terjadinya pandemi covid-19 yang menyebabkan risiko ekonomi secara global sama seperti terjadinya krisis keuangan. Penelitian sebelumnya tidak menemukan bahwa bagi badan usaha kecil menengah yang memiliki

pandangan strategis, menemukan bahwa selama pandemi mereka melakukan pengamatan pada negara lain yang terdampak dan membuat kebijakan yang tepat bagi kegiatan usaha mereka ke depannya ([Gerald, Obianuju, and Chukwunonso 2020](#)). Beberapa sektor pangan dan konstruksi selama pandemi telah melakukan kebijakan pengeluaran seminim mungkin untuk meminimalisir dampaknya ([Alsamhi et al. 2022](#)). Selain itu, perusahaan yang menjalankan usahanya di negara dengan sistem perawatan kesehatan, sistem keuangan, dan pengelolaan yang lebih baik memberikan mereka keuntungan untuk tetap bertahan di tengah pandemi ([Hu and Zhang 2021](#)).

Namun di sisi lain, penelitian sebelumnya menemukan bahwa pandemi covid-19 berdampak negatif pada kinerja keuangan perusahaan. Pandemi memberikan dampak negatif terhadap ekonomi global yang sangat parah, termasuk pada kegiatan produksi, operasi, dan penjualan perusahaan yang memberikan pengembalian yang rendah bagi perusahaan, sehingga pendapatan mereka berkurang dan memberikan sinyal negatif kepada manajer dan pemangku kepentingannya ([Shen et al. 2020](#); [Atayah et al. 2022](#)). Terjadinya pandemi juga menimbulkan krisis kesehatan yang mengharuskan perusahaan untuk mengikuti perintah yang ketat terkait dengan kesehatan untuk meminimalisir penyebaran. Hal ini membuat perusahaan mengalami penurunan pendapatan dimana profitabilitas perusahaan hanya dapat ditingkatkan melalui lingkungan kerja yang bersih dengan interaksi kontak masyarakat yang sedikit mungkin ([Imran, Saleem, and Rehman 2021](#)). Berdasarkan analisis penelitian-penelitian sebelumnya disimpulkan bahwa pandemi covid-19 memberikan dampak pada kinerja perusahaan, jadi penelitian ini mencoba

menguji pengaruh pandemi covid-19 terhadap profitabilitas, dengan hipotesis sebagai berikut:  
H2: Pandemi covid-19 berpengaruh negatif terhadap profitabilitas

Perusahaan yang mengalami kendala keuangan tidak bisa memiliki struktur modal yang optimal dan terbatas dalam pengambilan keputusan, sehingga harus melepaskan investasi yang berpotensi memiliki keuntungan untuk meminimalisir kurangnya dana internal yang berdampak pada menurunnya kinerja keuangan ([Ding, Guariglia, and Knight 2013](#)). Perusahaan yang menghadapi kendala keuangan kemungkinan mengalami kesulitan ketika memerlukan dana eksternal karena tingginya biaya modal eksternal, sehingga lebih memerlukan sumber dana internal ([Laghari and Chengang 2019](#)). Perusahaan-perusahaan yang tidak mengalami kendala keuangan seharusnya lebih mudah untuk mengurangi modal kerja dibandingkan perusahaan yang terkendala, karena perusahaan yang terkendala tersebut tidak berada dalam kondisi yang menguntungkan untuk menurunkan modal kerja mereka tanpa membahayakan bisnis operasional ([Hofmann, Töyli, and Solakivi 2022](#)).

Penelitian sebelumnya menemukan kendala keuangan memberikan dampak antara manajemen modal kerja dengan kinerja perusahaan ([Ahangar and Shah 2017](#); [Baños-Caballero, García-Teruel, and Martínez-Solano 2014](#); [Altaf and Ahmad 2019](#); [Hofmann, Töyli, and Solakivi 2022](#)). Penelitian mengungkapkan bahwa investasi terkait modal kerja sensitif dengan kendala keuangan, perusahaan yang cenderung menghadapi kendala keuangan memiliki tingkat modal kerja lebih rendah, begitu pula sebaliknya. Selain itu, mereka tidak dapat membiayai modal kerja mereka dengan menggunakan sumber eksternal ([Altaf and Ahmad 2019](#); [Ahangar, N. & Shah 2017](#); [Baños-](#)

[Caballero, García-Teruel, and Martínez-Solano 2014](#)). [Hofmann et al. \(2022\)](#) mengungkapkan bahwa perusahaan yang mengalami kendala keuangan memerlukan manajemen modal kerja yang lebih efektif agar terhindar dari terjadinya kebangkrutan karena perusahaan ini mengalami keterbatasan untuk mengakses pendanaan eksternal.

[Akindele et al. \(2022\)](#) menemukan pengaruh kendala keuangan pada modal kerja dan kinerja perusahaan, dan menghimbau manajer menggunakan strategi yang efisien karena penting bagi pertumbuhan perusahaan sehingga profitabilitas perusahaan meningkat. Penelitian ini menggunakan financial constraints sebagai variabel moderasi dengan menggunakan indikator fixed investment sensitivity (FIS), sehingga penelitian ini merumuskan hipotesis:

H3: *Financial constraints* memperlemah pengaruh positif *net working capital* terhadap profitabilitas

Selama terjadinya pandemi covid-19 perusahaan mengalami risiko terjadinya pengurangan pendapatan, saldo kas yang menurun, bahkan harus mengeluarkan biaya tetap, terutama bagi perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan eksternal selama terjadinya krisis karena perusahaan membutuhkan likuiditas untuk mendapatkan kredit. [Khan \(2022\)](#) menyelidiki financial constraint yang memperkuat masalah yang timbul selama pandemi covid-19 terkait dengan tingkat pembiayaan dan kegiatan operasi, yang dapat berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan dalam mengatasi masalah keuangan selama pandemi.

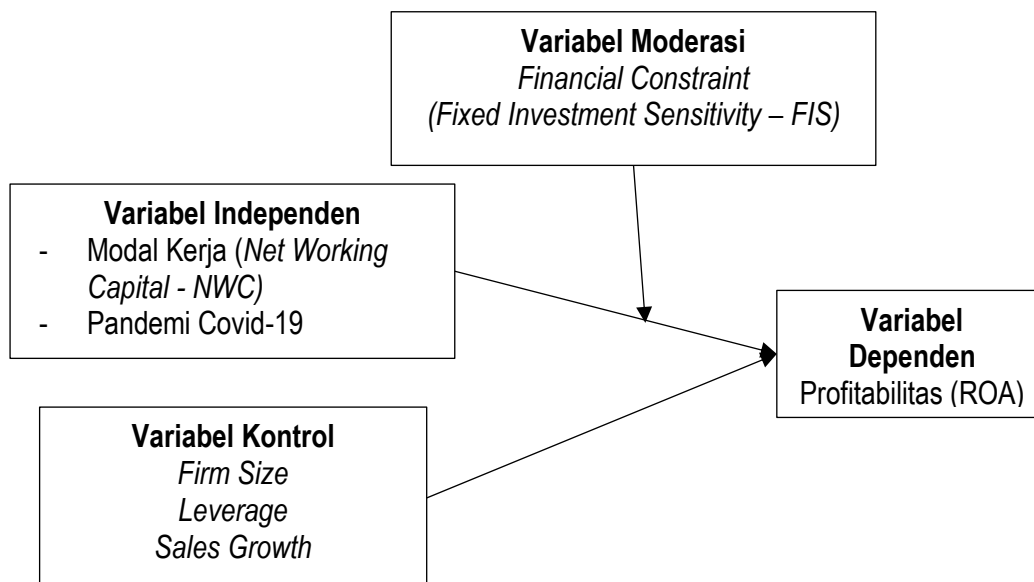
Adanya pandemi covid-19 menimbulkan terjadinya penurunan pendapatan perusahaan yang dapat membuat tekanan keuangan bagi perusahaan, apalagi bagi perusahaan kecil dan perusahaan dengan akses keuangan terbatas lebih mungkin terkena dampak krisis ([Hu and](#)

[Zhang 2021](#)). Bagi perusahaan yang menghadapi kendala keuangan kemungkinan lebih cenderung mengalami masalah pada likuiditas dan arus kasnya daripada perusahaan yang tidak mengalami kendala keuangan selama pandemi covid-19 ([Khan 2022](#)). Hipotesis yang digunakan sebagai berikut:  
H4: *Financial constraints* memperkuat pengaruh negatif pandemi covid-19 terhadap profitabilitas

## METODE

### Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kuantitatif untuk mengetahui pengaruh suatu variabel dengan variabel lainnya melalui pengujian hipotesis dan kerangka konseptual sebagaimana ditampilkan pada Gambar 2 sebagai berikut:



Gambar 2. Kerangka Penelitian

### Variabel Penelitian

Penelitian ini terdiri dari variabel independen (X), variabel dependen (Y), variabel moderasi dan variabel kontrol. Variabel independen pertama adalah modal kerja dengan indikator net working capital (NWC) merupakan rasio yang telah dinetralkan di seluruh perusahaan dengan cara membagi modal kerja bersih dengan penjualan ([Afrifa 2016](#); [EL-Ansary and Al-Gazzar 2021](#)), serta variabel pandemi covid-19 (CVD) yang merupakan tahun yang terdampak adanya pandemi covid-19. Variabel dummy (CVD) digunakan, di mana nilai

"1" untuk periode pengamatan terjadinya pandemi covid-19 (2020-2021) dan "0" untuk periode pengamatan sebelum pandemi covid-19 (2018-2019) ([Atayah et al. 2022](#)).

Variabel dependen penelitian ini menggunakan return on assets (ROA), yaitu rasio yang didapatkan dengan membagi laba setelah pajak dan total aset perusahaan ([EL-Ansary and Al-Gazzar 2021](#)). Variabel moderasi yang digunakan adalah kendala keuangan (*financial constraint*) yang menggunakan indikator *fixed investment sensitivity* (FIS). *Fixed investment sensitivity* (FIS) merupakan fluktuasi

pada investasi yang dilakukan pada saat arus kas lebih tinggi dibandingkan dengan investasi pada saat arus kas lebih rendah (Hofmann, Töyli, and Solakivi 2022).

Variabel kontrol penelitian ini terdiri dari beberapa yaitu firm size, leverage, dan sales growth yang juga menjadi faktor penting pada profitabilitas perusahaan, selain itu variabel yang digunakan konsisten dengan literatur yang relevan. Firm size (FSZ) untuk rasio yang melihat ukuran perusahaan melalui total aset dari perusahaan. Leverage (LEV) untuk rasio

yang memperlihatkan keadaan utang dalam keuangan perusahaan dengan cara membagi total liabilitas dengan total aset. Sales growth (SG) untuk rasio yang menggambarkan tingkat penjualan dari tahun ke tahun sebuah perusahaan, dengan hasil pengurangan tahun ini dengan tahun sebelumnya dan membaginya dengan tahun sebelumnya (Mun and Jang 2015; Anton and Afloarei Nucu 2020; EL-Ansary and Al-Gazzar 2021). Variabel-variabel yang digunakan dirumuskan sebagai berikut:

Tabel 1. Rumus Variabel

	Rumus
<b>Variabel Independen</b>	
Modal Kerja ( <i>Net Working Capital - NWC</i> )	$NWC = \frac{\text{Inventory} + \text{Trade Receivable} - \text{Trade Payable}}{\text{Net Sales}}$
Pandemi Covid-19 (CVD)	1 (tahun pandemi covid-19); 0 (tahun non-pandemi covid-19)
<b>Variabel Dependen</b>	
Profitabilitas ( <i>Return on Assets - ROA</i> )	$ROA = \frac{\text{Earnings after tax}}{\text{Total of Assets}}$
<b>Variabel Moderasi</b>	
<i>Financial Constraint</i> ( <i>Fixed Investment Sensitivity - FIS</i> )	$FIS = \sum_{t=1}^n \left( \frac{(CF/A)_{it}}{\sum_{t=1}^n (CF/A)_{it}} \left( \frac{FI}{A} \right)_{it} \right) - \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \left( \frac{FI}{A} \right)_{it}$ <p>Keterangan:                      FIS = <i>fixed investment sensitivity</i>                      n = jumlah tahun pengamatan                      CF = arus kas                      FI = <i>fixed investment</i> (investasi jangka panjang dan aset tetap)                      A = total aset awal periode                      t = periode waktu</p>
<b>Variabel Kontrol</b>	
<i>Firm Size (FSZ)</i>	$FSZ = \frac{(Ln) \text{ Total of Assets}}{\text{Total of Liabilities}}$
<i>Leverage (LEV)</i>	$LEV = \frac{\text{Total of Liabilities}}{\text{Total of Assets}}$
<i>Sales Growth (SG)</i>	$SG = \frac{\text{Sales (n)} - \text{Sales (n - 1)}}{\text{Sales (n - 1)}}$

**Tabel 1. Sampel Penelitian**

No	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	226
2.	Perusahaan tidak mempublikasikan laporan keuangan tahunan selama periode 2018 – 2021	(66)
	Jumlah perusahaan	160
	Jumlah sampel yang digunakan (160 × 4 tahun)	640

### Desain Penelitian

Data penelitian ini didapatkan dari laporan keuangan tahunan (*financial report*) dan telah dipublikasikan oleh perusahaan manufaktur yang secara resmi berada di bursa efek Indonesia (BEI) dan bisa dilihat di situs resminya [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Perusahaan manufaktur tersebut menjadi populasi pada

penelitian ini, dan sampel yang digunakan diperoleh dengan menggunakan teknik purposive sampling merupakan teknik sampling untuk mendapatkan sampel dengan beberapa pertimbangan tertentu sesuai dengan kriteria peneliti dalam menentukan sampel (Sugeng 2020:154). Berikut metode penentuan sampel dalam studi ini:

### Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi moderasi dengan bantuan software Eviews 12. Diawali dengan analisis statistik deskriptif dan uji asumsi klasik, yang terdiri dari uji normalitas, heteroskedastisitas, multikolinearitas, dan autokorelasi. Tetapi dalam penelitian ini, walaupun uji asumsi klasik telah dilakukan hasilnya masih belum terpenuhi, sehingga untuk memperbaiki uji asumsi klasik penelitian ini melakukan deteksi outlier pada data yang digunakan, outlier merupakan data yang mempunyai nilai ekstrim. Setelah dilakukan deteksi diperoleh outlier data sebanyak 87 sampel, sehingga sampel yang awalnya 640 berubah menjadi 553 sampel. Penelitian ini menggunakan metode nilai rho ( $\rho$ ) yang berasal dari Durbin Watson (DW) dengan rumus  $1 - (DW/2)$  untuk memperbaiki adanya masalah autokorelasi yang tidak terpenuhi meskipun

telah melakukan outlier data (Gujarati and Porter 2009:445). Selanjutnya, uji hipotesis (uji t) dan uji kelayakan model (uji F) dilakukan untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap dependen.

### HASIL

#### Statistik Deskriptif

Berdasarkan data deskriptif (Tabel 3), dapat dilihat bahwa nilai rata-rata ROA adalah 0,027 yang menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan manufaktur Indonesia memperoleh laba sebesar 2.7%. Variabel NWC dengan rata-rata 0,334, menunjukkan perusahaan dapat memaksimalkan modal kerja sebesar 33,4% untuk menghasilkan penjualan tinggi. Variabel CVD dengan nilai 1 menunjukkan tahun terjadinya pandemi dan nilai 0 untuk tahun sebelum terjadinya pandemi pada perusahaan.

Tabel 2. Data Deskriptif Variabel

Variabel	Mean	Max.	Min.	Std. Dev.
Profitabilitas (ROA)	0,027	0,607	-1,050	0,116
Modal Kerja (NWC)	0,334	16,618	-1,579	0,703
Pandemi Covid-19 (CVD)	-	1,000	0,000	-
<i>Financial Constraint</i> (FIS)	-1,383	-0,067	-5,567	0,792
<i>Firm Size</i> (FSZ)	28,512	33,537	22,863	1,629
<i>Leverage</i> (LEV)	0,528	5,168	0,003	0,475
<i>Sales Growth</i> (SG)	0,089	8,371	-0,998	5,952

Variabel FIS dengan rata-rata -1,383 menunjukkan bahwa perusahaan rata-rata tidak mengalami kendala keuangan, karena memiliki nilai lebih rendah dari LowFis (15%). Setiap perusahaan mempunyai total aset hampir sama kondisinya, karena standar deviasi variabel firm size memiliki lebih kecil dari mean. Variabel leverage dengan rata-rata 0,528 yang menunjukkan bahwa rata-rata asetnya dibiayai utang sebesar 52.8%. Variabel sales growth dengan rata-rata 0,089 yang menunjukkan perusahaan mengalami kenaikan penjualan sebesar 8.9%.

#### Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik diawali dengan melakukan uji normalitas, heteroskedastisitas, multikolinearitas, dan terakhir autokorelasi. Hasil uji asumsi klasik bisa dilihat pada Tabel 4.

Berdasarkan hasil analisis uji asumsi klasik, diketahui bahwa pada uji normalitas data residual memiliki distribusi normal dengan nilai prob. > 0,05. Pada uji heteroskedastisitas nilai prob. chi-squarednya > 0,05, jadi model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas. Pada uji multikolinearitas model regresi tidak memiliki nilai centered VIF > 10, jadi model regresi tersebut tidak terjadi multikolinearitas dan pada uji autokorelasi nilai prob. chi-squarednya > 0,05, jadi model regresi yang digunakan tidak terjadi autokorelasi.

#### Hasil Uji Regresi Moderasi

Setelah uji asumsi klasik terpenuhi, dilakukan uji analisis regresi moderasi atau uji

interaksi untuk menguji uji t dan uji F. Hasil analisis dapat dilihat pada Tabel 5.

Berdasarkan analisis regresi moderasi, diketahui bahwa variabel NWC memiliki nilai prob.  $0,002 < 0,05$  dengan koefisien regresi sebesar -0,042 yang berarti bahwa NWC berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Variabel CVD memiliki nilai prob.  $0,020 < 0,05$  dengan koefisien regresi sebesar -0,014, yang berarti bahwa CVD berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Variabel FIS yang merupakan variabel moderasi ternyata tidak memoderasi karena nilai prob. lebih dari 0,05, variabel NWC\*FIS dengan nilai prob. 0,184 dan variabel CVD\*FIS dengan nilai prob. 0,111, sehingga penelitian ini tidak menemukan adanya efek moderasi dari FIS terhadap hubungan NWC dan CVD dengan profitabilitas. Variabel FIS sendiri memiliki nilai prob.  $0,011 < 0,05$  dengan koefisien regresi 0,011 yang berarti memberikan pengaruh positif terhadap profitabilitas.

Variabel FSZ memiliki koefisien regresi sebesar 0,007 dan nilai prob.  $0,000 < 0,05$ , berarti variabel FSZ berpengaruh positif terhadap profitabilitas. Variabel LEV memiliki koefisien regresi sebesar -0,128 dan nilai prob.  $0,000 < 0,05$ , berarti LEV berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Variabel SG dengan koefisien regresi sebesar 0,054 dan nilai prob.  $0,000 < 0,05$  yang berarti SG berpengaruh positif terhadap profitabilitas. Hasil analisis tersebut juga memperlihatkan model regresi yang

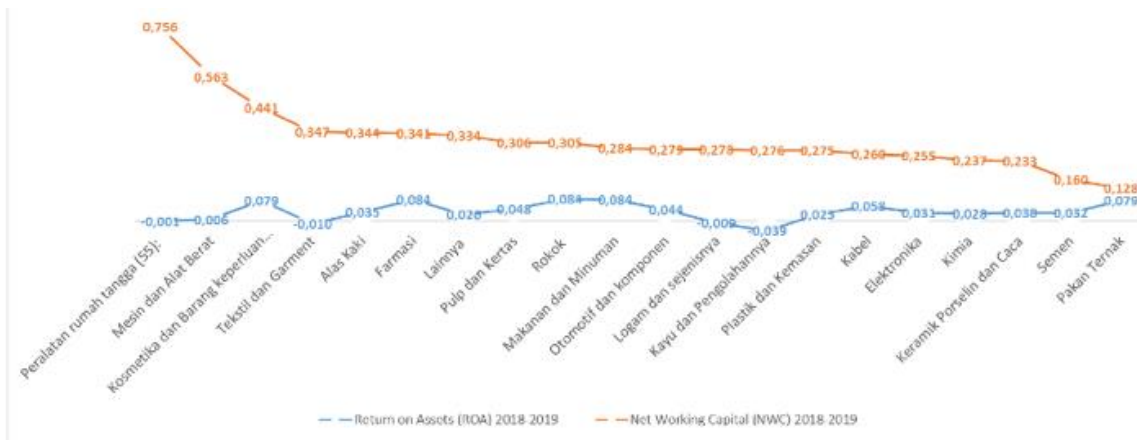
digunakan layak dikarenakan prob.(F-statistic)  
memiliki nilai prob.  $0.000 < 0.05$ .

**Tabel 3. Hasil Uji Asumsi Klasik**

Test Summary	(i)		(ii)		(iii)	
	Prob.	Centered VIF	Prob.	Centered VIF	Prob.	Centered VIF
Uji Normalitas						
Probability	0,143		0,168		0,144	
Uji Heteroskedastisitas						
Prob. Chi-Square	0,407		0,480		0,650	
Uji Multikolinearitas						
NWC		1,133		1,143		3,839
CVD		1,007		1,007		4,464
FIS		-		1,032		2,517
NWCFIS		-		-		4,541
CVDFIS		-		-		5,055
FSZ		1,102		1,103		1,103
LEV		1,013		1,034		1,037
SG		1,041		1,041		1,041
Uji Autokorelasi						
Prob. Chi-Square	0,937		0,930		0,840	

**Tabel 4. Hasil Analisis Regresi Moderasi**

Variabel Independen	Variabel Dependen								
	ROA (i)			ROA (ii)			ROA (iii)		
	C	t-stat.	Prob.	C	t-stat.	Prob.	C	t-stat.	Prob.
Konstanta	-0,058	-2,430	0,015	-0,056	-2,349	0,019	-0,051	-2,130	0,034
NWC	-0,027	-3,692	0,000	-0,028	-3,797	0,000	-0,042	-3,196	0,002
CVD	-0,005	-1,865	0,063	-0,006	-1,857	0,064	-0,014	-2,325	0,020
FIS	-	-	-	0,004	1,421	0,156	0,011	2,546	0,011
NWC*FIS	-	-	-	-	-	-	-0,012	-1,330	0,184
CVD*FIS	-	-	-	-	-	-	-0,006	-1,598	0,111
FSZ	0,007	5,011	0,000	0,007	5,063	0,000	0,007	5,098	0,000
LEV	-0,130	-16,854	0,000	-0,128	-16,503	0,000	-0,128	-16,550	0,000
SG	0,053	9,205	0,000	0,054	9,224	0,000	0,054	9,265	0,000
F-stat.		98,240			82,343			62,699	
Prob.		0,000			0,000			0,000	
Adjusted R <sup>2</sup>		0,468			0,469			0,473	
DW		1,968			1,966			1,957	

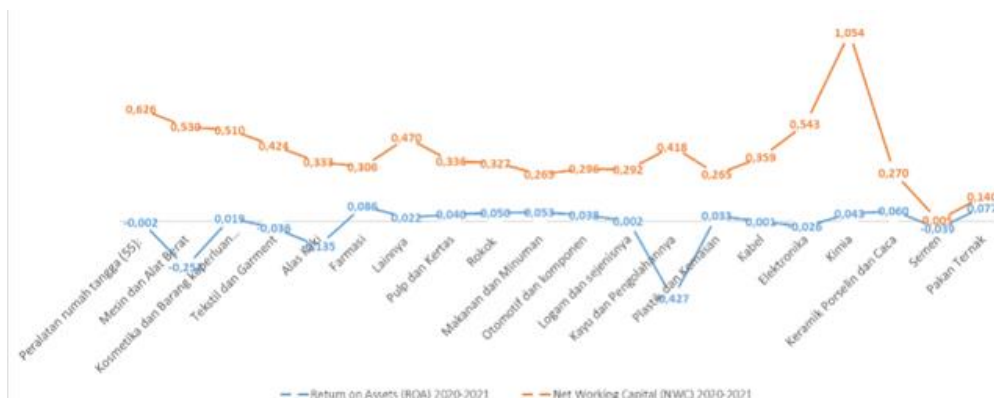


Gambar 3. Rata-rata NWC dan ROA Perusahaan Manufaktur Tahun 2018-2019

**Rata-rata NWC dan ROA Sub Sektor Manufaktur**

Berdasarkan Gambar 3, rata-rata keuntungan (ROA) perusahaan selama tahun 2018-2019 (sebelum pandemi) tergolong rendah karena kurang dari 10%, dengan rata-rata penggunaan modal kerja kurang dari 50%. Sub sektor yang berhubungan dengan kebutuhan masyarakat sehari-hari memperoleh keuntungan yang lebih besar dibandingkan dengan sektor lainnya, seperti makanan dan minuman (0,084), rokok (0,084), pakan ternak (0,079), kosmetika dan barang keperluan rumah tangga (0,079), serta farmasi (0,084), dengan rata penggunaan modal kerja di bawah 50%.

Sub sektor ini tetap dapat memperoleh keuntungan yang tinggi karena barang yang dihasilkan merupakan kebutuhan masyarakat, sehingga permintaan tetap tinggi. Sementara itu, beberapa sektor lain menunjukkan kondisi sebaliknya, yaitu memperoleh keuntungan yang rendah dengan modal kerja lebih dari 50%, seperti peralatan rumah tangga serta mesin dan alat berat. Sub sektor tersebut membutuhkan modal kerja yang tinggi karena berkaitan dengan produksi yang lebih berat. Kondisi modal kerja dan keuntungan ini dapat menjelaskan mengapa ditemukan pengaruh negatif modal kerja (NWC) terhadap profitabilitas (ROA).



Gambar 4. Rata-rata NWC dan ROA Perusahaan Manufaktur Tahun 2020-2021



Sementara itu, pada tahun 2020-2021 (pandemi) (Gambar 4) terdapat perubahan profitabilitas perusahaan. Secara umum, sub sektor mengalami penurunan keuntungan, termasuk sub sektor yang berhubungan dengan kebutuhan masyarakat. Sub sektor kimia menggunakan modal kerja yang lebih tinggi, tetapi hanya mengalami sedikit peningkatan keuntungan dibandingkan tahun sebelumnya. Sub sektor farmasi meskipun modal kerja yang digunakan lebih rendah dibandingkan tahun sebelum pandemi, tetapi keuntungan yang diperoleh hampir sama dan lebih tinggi dibandingkan dengan sub sektor lainnya. Hal ini dikarenakan meningkatnya kebutuhan masyarakat yang berkaitan dengan kesehatan karena pandemi covid-19. Sub rokok yang menggunakan modal kerja lebih tinggi dibandingkan tahun sebelumnya, tetapi perolehan keuntungan menurun. Hal ini berkaitan dengan adanya penurunan daya beli masyarakat selama terjadinya pandemi covid-19. Penggunaan modal kerja yang tinggi pada sub sektor manufaktur peralatan rumah tangga, mesin dan alat berat juga tidak menjamin perolehan keuntungan yang lebih besar.

Dengan demikian, secara umum, keterkaitan antara modal kerja dan profit menunjukkan arah yang negatif, baik saat sebelum pandemi (2018-2019) maupun saat pandemi (2020-2021). Dalam kondisi non-pandemi, setiap sub sektor memiliki karakteristik yang berbeda terkait besarnya modal kerja yang dibutuhkan dan laba yang dapat diperoleh. Terdapat sub sektor yang memperoleh laba tinggi walaupun modal kerja rendah, tetapi terdapat pula sub sektor yang labanya tetap rendah walaupun modal kerja tinggi. Kondisi ini tetap berlanjut hingga saat pandemi (2020-2021). Namun, terdapat sub sektor tertentu yang semakin rendah modal kerjanya, semakin rendah labanya seperti sub sektor semen, keramik, atau terdapat sub sektor yang terkait kesehatan yang memperoleh laba lebih tinggi

karena kebutuhan akses kesehatan yang meningkat selama pandemi.

### **Modal Kerja dan Profitabilitas**

Berdasarkan analisis regresi di atas, modal kerja berdampak negatif terhadap profitabilitas yang diprosikan oleh ROA. Hasil tersebut tidak menerima H1 yang menyebutkan modal kerja seharusnya berdampak positif terhadap profitabilitas. Hasil tersebut tidak konsisten dengan [Jana \(2018\)](#), [Kawakibi et al. \(2019\)](#), [Moussa \(2018\)](#), dan [Nguyen & Nguyen \(2018\)](#) yang menemukan dampak positif dari modal kerja, karena semakin banyak perusahaan menggunakan modal kerjanya, semakin banyak laba yang diperoleh dengan cara meningkatkan penjualan, sehingga perusahaan tetap mampu melanjutkan kegiatan operasionalnya. Selain itu, hasil penelitian juga tidak mengkonfirmasi *resource-based theory*, yang menjelaskan di mana modal kerja memberikan dampak untuk meningkatkan kinerja keuangan menjadi lebih baik.

Penelitian mengkonfirmasi penelitian [EL-Ansary & Al-Gazzar \(2021\)](#) yang menjelaskan bahwa modal kerja memberikan pengaruh negatif terhadap profitabilitas. Hasil penelitian konsisten dengan [Gonçalves, Gaio, and Robles \(2018\)](#), [Herdiyana et al. \(2020\)](#), [Chalmers, Sensini, and Shan \(2020\)](#), [Ren et al. \(2019\)](#), [Sianturi \(2021\)](#), dan [Wang, Akbar, and Akbar \(2020\)](#) yang menemukan dampak negatif modal kerja terhadap profitabilitas di mana jika modal kerja yang dikeluarkan perusahaan terlalu besar membuat penurunan pada profitabilitas yang didapat. Penurunan yang terjadi akibat penggunaan modal kerja yang banyak dapat menimbulkan peningkatan pada pembiayaan misalnya biaya keuangan, biaya penyimpanan, dan biaya pemeliharaan ([Chalmers, Sensini, and Shan 2020](#); [Gonçalves, Gaio, and Robles 2018](#); [Ren et al. 2019](#)). Perusahaan yang mempunyai modal kerja berlebih dapat mengakibatkan pengelolaan dana menjadi tidak produktif yang berpengaruh pada profitabilitas perusahaan menurun dan

dapat menimbulkan kerugian ([Herdiyana, Sumarno, and Endri 2020](#); [Sianturi 2021](#)).

Selain itu, perusahaan yang tidak memiliki cukup informasi dan di masa mendatang kesulitan dalam memprediksi peluang pertumbuhan, dapat memungkinkan melakukan kesalahan berinvestasi terlalu tinggi pada modal kerja, sehingga memberikan dampak negatif pada kinerja perusahaan yang dapat menghambat keberlanjutan perusahaan ([Wang, Akbar, and Akbar 2020](#)). Hal ini juga bisa berarti bahwa modal kerja bukan menjadi satu-satunya faktor utama untuk menentukan perolehan laba di dalam perusahaan. Faktor lain seperti kondisi ekonomi juga bisa menjadi pertimbangan bagi perusahaan untuk menyesuaikan kebutuhannya dengan tingkat modal kerja ([Herdiyana, Sumarno, and Endri 2020](#); [Le 2019](#)).

Berdasarkan grafik rata-rata perolehan keuntungan per sub sektor perusahaan manufaktur, modal kerja dan keuntungan menunjukkan arah negatif. Penggunaan modal kerja yang tinggi tidak membuat profitabilitas meningkat di mana perolehan keuntungan perusahaan rata-rata tidak mencapai 10%. Dalam kondisi non-pandemi, terdapat sub sektor yang memperoleh laba tinggi walaupun modal kerja rendah, dan sebaliknya. Kondisi ini berlanjut saat pandemi dimana sebagian besar sub sektor mengalami penurunan modal dan keuntungan. Penggunaan modal kerja dan perolehan laba tergantung dari jenis sub sektor dan kondisi pandemi. Oleh karena itu, H1 tidak diterima karena penggunaan modal kerja yang tinggi dapat menurunkan profitabilitas perusahaan.

#### **Pandemi Covid-19 dan Profitabilitas**

Berdasarkan hasil analisis regresi di atas dalam kondisi pandemi covid-19 profitabilitas perusahaan dapat menurun. Hasil tersebut menerima H2, di mana selama terjadinya kondisi pandemi covid-19 profitabilitas perusahaan dapat menurun. Temuan ini tidak sejalan dengan penelitian [Hu &](#)

[Zhang \(2021\)](#) serta [Alsamhi et al. \(2022\)](#) yang menemukan bahwa selama pandemi covid-19 perusahaan memiliki kemampuan untuk menghindari risiko munculnya pandemi covid-19 dengan menggunakan kebijakan pembatasan pada pengeluarannya apalagi perusahaan di negara-negara yang memiliki dukungan fasilitas kesehatan, keuangan, dan pengelolaan yang lebih baik sehingga tidak terlalu terpengaruh adanya pandemi.

Penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan dapat menurun yang mengkonfirmasi penelitian [Atayah et al. \(2022\)](#). Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian [Shen et al. \(2020\)](#) Di mana dengan munculnya pandemi covid-19 ini mengakibatkan ekonomi global menjadi buruk dan menyebabkan profitabilitas perusahaan menurun, termasuk pada kegiatan produksi, operasi, dan penjualan perusahaan yang memberikan pengembalian yang rendah bagi perusahaan. Kondisi ini berdampak pada berkurangnya pendapatan perusahaan ([Shen et al. 2020](#); [Atayah et al. 2022](#)).

Berdasarkan grafik rata-rata modal kerja dan profit, rata-rata perolehan keuntungan yang dihasilkan setiap sub sektor menurun selama tahun terjadinya pandemi. Terdapat sub sektor tertentu yang mengalami peningkatan dalam keuntungannya, yaitu sub sektor farmasi dan kimia, di mana sub sektor tersebut berkaitan dengan masalah kesehatan karena pandemi covid-19 sehingga memperoleh laba lebih tinggi daripada periode non-pandemi.

#### **Moderasi *Financial Constraint*s pada Pengaruh Modal Kerja dan Pandemi Covid-19 terhadap Profitabilitas**

Berdasarkan hasil analisis regresi di atas, *financial constraint* dengan indikator *fixed investment sensitivity* (FIS) tidak menjadi faktor yang memperkuat maupun memperlemah hubungan antara baik modal kerja maupun pandemi covid-19 terhadap profitabilitas. Penelitian ini tidak sejalan dengan [Baños-](#)

[Caballero et al. \(2014\)](#) yang menemukan bahwa financial constraint memberi pengaruh pada hubungan antara modal kerja dan kinerja keuangan. Selain itu, juga tidak sejalan dengan [Khan \(2022\)](#) yang menemukan bahwa financial constraint memperkuat kondisi pandemi covid-19 pada kinerja keuangan dan dapat berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan ketika mereka menghadapi permasalahan terkait dengan keuangan pada masa pandemi covid-19. Hasil ini juga tidak mengkonfirmasi *resource-based theory*, yang menyatakan modal kerja memiliki dampak untuk meningkatkan kinerja keuangan menjadi lebih baik.

*Financial constraint* tidak memoderasi menunjukkan bahwa kondisi pendanaan perusahaan yang tidak terbatas, di mana meskipun perusahaan memiliki atau tidak peluang untuk mengakses pendanaan eksternal, hal tersebut tidak mengganggu kinerja keuangan perusahaan. Selain itu, juga memperlihatkan perusahaan memiliki kemampuan dalam mengatasi permasalahan keuangan dalam kondisi yang tidak terduga seperti adanya pandemi covid-19. Perusahaan yang tidak mengalami kendala keuangan dapat memperoleh utang jangka panjang maupun jangka pendek serta suku bunga yang lebih rendah untuk membiayai modal kerjanya ([Altaf and Ahmad 2019](#)).

FIS yang tinggi menunjukkan perusahaan mengalami *financial constraint*. Oleh karena itu, arah positif hasil regresi III (Tabel 5) dan rata-rata perusahaan yang tidak mengalami *financial constraint* (Tabel 3) menunjukkan bahwa semakin rendah kendala keuangan, semakin rendah juga profitabilitas perusahaan. Hal ini dikarenakan, meskipun perusahaan berpeluang untuk menggunakan pendanaan eksternal, namun jika tidak mampu memanfaatkan dengan baik sumber dana tersebut justru dapat mengakibatkan penurunan terhadap laba yang diperoleh. Perusahaan yang

memiliki pendanaan eksternal (utang) besar meningkatkan risiko utang, menurunkan likuiditas dan kesulitan dalam memenuhi kewajibannya jika pengembalian yang diperoleh tidak sepadan ([Yao, Feng, and Yang 2022; Ge 2022](#)). Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur dengan tingkat NWC tinggi dan kendala keuangan rendah mengakibatkan penurunan pada profitabilitas, hal ini bisa terjadi dikarenakan perusahaan tidak efisien dalam melakukan pengelolaan dana yang diperoleh baik secara internal maupun eksternal dan tidak memiliki strategi yang sesuai sehingga perusahaan tidak memiliki kemampuan untuk meningkatkan profitabilitasnya.

#### **Firm Size, Leverage, Sales Growth, dan Profitabilitas**

Berdasarkan hasil analisis regresi di atas firm size (FSZ) memberikan dampak positif terhadap profitabilitas, hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang semakin besar membuat profitabilitas juga semakin tinggi, perusahaan dengan ukuran lebih besar bisa lebih diuntungkan karena dapat menggambarkan kinerja yang lebih baik. Leverage (LEV) memberikan dampak negatif pada profitabilitas, di mana perusahaan yang semakin tinggi tingkat leveragenya, membuat tingkat profitabilitas menurun. Perusahaan yang memiliki utang lebih banyak cenderung kurang menguntungkan karena risiko beban bunga yang lebih besar. Sales growth memberikan dampak positif terhadap profitabilitas, di mana perusahaan dengan penjualan yang semakin tinggi, maka membuat profitabilitas menjadi tinggi juga ([Meah, Sen, and Sahabuddin 2021; Nugraha, Banani, and Shaferi 2021; Ren et al. 2019](#)).

#### **KESIMPULAN**

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menguji pengaruh modal kerja dan pandemi covid-19 pada profitabilitas

perusahaan. Dalam penelitian sampel berasal dari perusahaan manufaktur terdaftar di bursa efek Indonesia untuk periode tahun 2018-2021. Berdasarkan hasil penelitian, modal kerja memberikan dampak negatif terhadap profitabilitas, karena menggunakan modal kerja terlalu tinggi dapat menambah beban perusahaan seperti biaya penyimpanan, biaya asuransi dan biaya pemeliharaan. Oleh karena itu, perlu bagi manajer perusahaan untuk memperhatikan tingkat modal kerja yang baik dan sesuai kondisi sehingga profitabilitas perusahaan tetap terjaga. Pada penelitian ini dalam kondisi pandemi covid-19 profitabilitas perusahaan menurun akibat dari adanya penurunan pada kegiatan produksi, operasi, dan penjualan industri manufaktur, sehingga perlu bagi perusahaan untuk memperhatikan bagaimana kinerja dan strategi yang sesuai untuk menghadapi kondisi yang tidak terduga tersebut.

Penelitian ini juga mengidentifikasi peran moderasi dari financial constraint, namun hasil yang diperoleh adalah tidak adanya moderasi dari financial constraint terhadap NWC dan pandemi covid-19 pada profitabilitas perusahaan. Namun ditemukan bahwa financial constraint memberikan dampak positif terhadap profitabilitas perusahaan, di mana meskipun financial constraint yang dihadapi perusahaan semakin rendah, namun jika mereka tidak memiliki strategi yang sesuai untuk melakukan pengelolaan yang baik terhadap dana yang diperoleh maka kondisi tersebut justru dapat menurunkan profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa perusahaan manufaktur yang mempunyai tingkat modal kerja tinggi dan kondisi kendala keuangan yang rendah, menyebabkan penurunan pada

profitabilitasnya sehingga diharapkan mereka memiliki kemampuan yang baik dalam mempertahankan perolehan labanya agar dana yang diperoleh baik secara internal maupun eksternal tidak terbuang sia-sia dan perusahaan dapat meningkatkan kinerjanya supaya lebih efektif dan efisien. Variabel kontrol penelitian ini yang terdiri dari variabel firm size (FSZ), leverage (LEV), dan sales growth (SG) ditemukan berpengaruh terhadap profitabilitas.

Implikasi studi ini secara teoritis adalah temuan tidak selaras dengan *Resources-based Theory* karena modal kerja berpengaruh negatif terhadap profitabilitas dan *financial constraint* yang rendah juga tidak mendorong profitabilitas. Hal ini dapat dikarenakan tipe industri dan karakteristik perusahaan, seperti ukuran perusahaan, tingkat utang, dan pertumbuhan penjualan yang bisa jadi berbeda di setiap sub-sektor. Dengan demikian, implikasi praktisnya adalah perlunya mengelola modal kerja secara optimal untuk mencapai profitabilitas dalam kondisi pandemi dan *financial constraint*.

Keterbatasan selama melakukan penelitian ini adalah melakukan outlier data yang menyebabkan terbuangnya 87 sampel untuk memenuhi uji asumsi klasik penelitian ini, sehingga penelitian ini tidak bisa menggunakan sampel awal sebanyak 640 sampel untuk melakukan analisis data. Saran yang dapat dilakukan pada penelitian bisa menggunakan industri yang lainnya atau mungkin menggunakan sampel selain industri di Indonesia untuk menguji kinerja keuangan industri di negara lain. Selain itu, penelitian selanjutnya mungkin bisa menambahkan periode penelitian sehingga cakupan penelitian lebih luas dan menambah variabel internal maupun eksternal yang berdampak pada profitabilitas perusahaan.

## REFERENSI

Adejuwon, J.A & Rasheed, N.A. 2022. "Working Capital Management and Profitability of Selected Quoted Food

- and Beverages Manufacturing Firms in Nigeria.” *International Journal of Innovative Finance and Economics Research* 10 (1): 147–57.
- Afrifa, Godfred Adjappong. 2016. “Net Working Capital, Cash Flow and Performance of UK SMEs.” *Review of Accounting and Finance* 15 (1): 21–44. <https://doi.org/10.1108/RAF-02-2015-0031>.
- Ahangar, N. & Shah, F. 2017. “Asia-Pacific Journal of Business Administration.” *Asia-Pacific Journal of Business Administration*. <https://doi.org/10.1108/mrr.2010.02133jaa.002>.
- Akgün, Ali İhsan, and Ayyüce Memiş Karataş. 2020. “Investigating the Relationship between Working Capital Management and Business Performance: Evidence from the 2008 Financial Crisis of EU-28.” *International Journal of Managerial Finance* 17 (4): 545–67. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2019-0294>.
- Akindele, Jamiu Adeniyi, Asri Marsidi, Shaharudin Jakpar, Lateef Yunusa, and Adamu Babale. 2022. “A Theoretical Assessment on the Relationship between Working Capital Investment and Firm’s Performance.” *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences* 12 (2): 573–89. <https://doi.org/10.6007/ijarafms/v12-i2/14353>.
- Aldubhani, Maad A. Q., Jitian Wang, Tingting Gong, and Ramzi Ali Maudhah. 2022. “Impact of Working Capital Management on Profitability: Evidence from Listed Companies in Qatar.” *Journal of Money and Business* 2 (1): 70–81. <https://doi.org/10.1108/jmb-08-2021-0032>.
- Alsamhi, Mohammed H., Fuad A. Al-Ofairi, Najib H.S. Farhan, Waleed M. Al-ahdal, and Ayesha Siddiqui. 2022. “Impact of Covid-2019 on Firms’ Performance: Empirical Evidence from India.” *Cogent Business and Management* 9 (1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2044593>.
- Altaf, Nufazil, and Farooq Ahmad. 2019. “Working Capital Financing, Firm Performance and Financial Constraints: Empirical Evidence from India.” *International Journal of Managerial Finance* 15 (4): 464–77. <https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2018-0036>.
- Amponsah-Kwataiah, Kofi, and Michael Asiamah. 2020. “Working Capital Management and Profitability of Listed Manufacturing Firms in Ghana.” *International Journal of Productivity and Performance Management*. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-02-2020-0043>.
- Anton, Sorin, and Anca Afloarei Nucu. 2020. “The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from the Polish Listed Firms.” *Journal of Risk and Financial Management* 14 (1): 9. <https://doi.org/10.3390/jrfm14010009>.
- Atayah, Osama Fayez, Mohamed Mahjoub Dhiaf, Khakan Najaf, and Guilherme Francisco Frederico. 2022. “Impact of COVID-19 on Financial Performance of Logistics Firms: Evidence from G-20 Countries.” *Journal of Global Operations and Strategic Sourcing* 15 (2): 172–96. <https://doi.org/10.1108/JGOSS-03-2021-0028>.
- Baños-Caballero, Sonia, Pedro J. García-Teruel, and Pedro Martínez-Solano. 2014. “Working Capital Management, Corporate Performance, and Financial Constraints.” *Journal of Business Research* 67 (3): 332–38. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>.
- CNNIndonesia. 2022. “Arti PMI Manufaktur Yang Menunjukkan Aktivitas Pabrik Suatu Negara.” 2022. <https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20220802121726-532-829143/arti-pmi-manufaktur-yang-menunjukkan-aktivitas-pabrik-suatu-negara>.
- Dalci, İlhan, and Hasan Ozyapici. 2018. “Working Capital Management Policy in Health Care: The Effect of Leverage.” *Health Policy* 122 (11): 1266–72. <https://doi.org/10.1016/j.healthpol.2018.09.012>.
- Ding, Sai, Alessandra Guariglia, and John Knight. 2013. “Investment and Financing Constraints in China: Does Working Capital Management Make a Difference?” *Journal of Banking and Finance* 37 (5): 1490–1507. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.03.025>.
- EL-Ansary, Osama, and Heba Al-Gazzar. 2021. “Working Capital and Financial Performance in MENA Region.” *Journal of Humanities and Applied Social Sciences* 3 (4): 257–80. <https://doi.org/10.1108/jhass-02-2020-0036>.
- Enderwati, O. 2022. “PMI Manufaktur Indonesia Turun Jadi 53,5 Di Desember 2021.” 2022. <https://www.idxchannel.com/economics/pmi-manufaktur-indonesia-turun-jadi-535-di-desember-2021%0A%0A>.
- Enqvist, Julius, Michael Graham, and Jussi Nikkinen. 2014. “The Impact of Working Capital Management on Firm

- Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland." *Research in International Business and Finance* 32: 36–49. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.03.005>.
- Fazzari, Steven M., and Bruce C. Petersen. 1993. "Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints." *The RAND Journal of Economics* 24 (3): 328. <https://doi.org/10.2307/2555961>.
- Ge, Liwei. 2022. "Financing Constraints and Firm Performance—Take Evergrande Group as an Example." *Law and Economy* 1 (2): 29–34. <https://doi.org/10.56397/le.2022.09.05>.
- Gerald, Emejulu, Agbasi Obianuju, and Nosike Chukwunonso. 2020. "Strategic Agility and Performance of Small and Medium Enterprises in the Phase of Covid-19 Pandemic." *International Journal of Financial, Accounting, and Management* 2 (1): 41–50. <https://doi.org/10.35912/ijfam.v2i1.163>.
- Gonçalves, Tiago Cruz, Cristina Gaio, and Frederico Robles. 2018. "The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Economic Cycles: Evidence from the United Kingdom." *Economics and Business Letters* 7 (2): 70–75. <https://doi.org/10.17811/ebf.7.2.2018.70-75>.
- Gracia, Ester. 2018. "Working Capital, Financial Constraints, and Firm Value: Evidence of Indonesia Manufacturing Firm." *Journal of Economics and Business* 1 (2): 171–76. <https://doi.org/10.31014/aior.1992.01.02.16>.
- Gujarati, D. N., and D. C. Porter. 2009. *Basic Econometrics*. New York: McGraw-Hill.
- Hanafi, Mahmud M. 2010. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Hanafi, Mahmud M., and Abdul Halim. 2016. *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Harmono. 2011. *Manajemen Keuangan Berbasis Balance Scorecard*. Jakarta: PT Bumi Aksara.
- Herdiyana, Herdiyana, Adi Sumarno, and Endri Endri. 2020. "The Effect of Financial Performance on the Profitability of Food and Beverage Companies in Indonesia." *International Journal of Financial Research* 12 (1): 30. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v12n1p30>.
- Hery. 2021. *Analisis Laporan Keuangan: Integrated and Comprehensive Edition*. Jakarta: PT Grasindo.
- Hofmann, Erik, Juuso Töyli, and Tomi Solakivi. 2022. "Working Capital Behavior of Firms during an Economic Downturn: An Analysis of the Financial Crisis Era." *International Journal of Financial Studies* 10 (3). <https://doi.org/10.3390/ijfs10030055>.
- Hovakimian, Armen, and Gayané Hovakimian. 2009. "Cash Flow Sensitivity of Investment." *European Financial Management* 15 (1): 47–65. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00420.x>.
- Hu, Shiwei, and Yuyao Zhang. 2021. "COVID-19 Pandemic and Firm Performance: Cross-Country Evidence." *International Review of Economics and Finance* 74 (2020): 365–72. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.03.016>.
- IHSMarkit. 2020. "PMI Turun Tajam Ke Posisi Terendah Sepanjang Survei Pada Bulan April Di Tengah-Tengah Penutupan Pabrik Dan Penurunan Tajam Permintaan."
- . 2021. "Ekspansi Sektor Manufaktur Terus Berlanjut Pada Laju Terkuat."
- Imran, S. M., R. Saleem, and H. U. Rehman. 2021. "The Impact of the COVID-19 Pandemic on Firm Performance: Firm-Level Evidence from Pakistan Stock Exchange." *International Journal of Innovation, Creativity and CHange* 15 (8): 762–68.
- Jana, Debabrata. 2018. "Impact of Working Capital Management on Profitability of the Selected Listed FMCG Companies in India." *International Research Journal of Business Studies* 11 (1): 21–30. <https://doi.org/10.21632/irjbs.11.1.21-30>.
- K. Chalmers, David, Luca Sensini, and Amit Shan. 2020. "Working Capital Management (WCM) and Performance of SMEs: Evidence from India." *International Journal of Business and Social Science* 11 (7). <https://doi.org/10.30845/ijbss.v11n7a7>.
- Kabuye, Frank, Joachim Kato, Irene Akugizibwe, and Nicholas Bugambiro. 2019. "Internal Control Systems, Working Capital Management and Financial Performance of Supermarkets." *Cogent Business and Management* 6 (1): 1–18. <https://doi.org/10.1080/23311975.2019.1573524>.
- Kasmir. 2012. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers.
- . 2017. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Kencana.
- Kawakibi, Ardhan A, Sumiati, and Djumilah Hadiwidjojo. 2019. "The Effect of Working Capital Management on Firm's Profitability." *International Journal of Bussines, Economics and Low* 20 (5).

- <https://doi.org/10.4018/978-1-4666-9723-2.ch013>.
- Khan, Safi Ullah. 2022. "Financing Constraints and Firm-Level Responses to the COVID-19 Pandemic: International Evidence." *Research in International Business and Finance* 59 (September 2021): 101545. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101545>.
- Laghari, Fahmida, and Ye Chengang. 2019. "Investment in Working Capital and Financial Constraints: Empirical Evidence on Corporate Performance." *International Journal of Managerial Finance* 15 (2): 164–90. <https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2017-0236>.
- Le, Ben. 2019. "Working Capital Management and Firm's Valuation, Profitability and Risk: Evidence from a Developing Market." *International Journal of Managerial Finance* 15 (2): 191–204. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2018-0012>.
- Lu, Li, Junlin Peng, Jing Wu, and Yi Lu. 2021. "Perceived Impact of the Covid-19 Crisis on SMEs in Different Industry Sectors: Evidence from Sichuan, China." *International Journal of Disaster Risk Reduction* 55 (24). <https://doi.org/10.1016/j.ijdrr.2021.102085>.
- Meah, Mohammad Rajon, Kanon Kumar Sen, and Mohammad Sahabuddin. 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>.
- Moussa, Amr Ahmed. 2018. "The Impact of Working Capital Management on Firms' Performance and Value: Evidence from Egypt." *Journal of Asset Management* 19 (4): 259–73. <https://doi.org/10.1057/s41260-018-0081-z>.
- Mun, Sung Gyun, and Soo Cheong Shawn Jang. 2015. "Working Capital, Cash Holding, and Profitability of Restaurant Firms." *International Journal of Hospitality Management* 48: 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2015.04.003>.
- Nguyen, An Thanh Hong, and Tuan Van Nguyen. 2018. "Working Capital Management and Corporate Profitability: Empirical Evidence from Vietnam." *Foundations of Management* 10 (1): 195–206. <https://doi.org/10.2478/fman-2018-0015>.
- Nugraha, R. S., A. Banani, and I. Shaferi. 2021. "The Influence of Firm Size, Leverage, Liquidity, and Sales Growth on Financial Performance (Study on Agriculture Companies in Indonesia Stock Exchange Over the Period 2014-2018)." *International Sustainable Competitiveness Advantage*, no. 2006: 276–88.
- Panigrahi, Shrikant Krupasindhu, Maryam Juma Al Farsi, Sumathi Kumaraswamy, Muhammad Waris Ali Khan, and Faisal Rana. 2022. "Working Capital Management and Shareholder's Wealth Creation: Evidence from Manufacturing Companies Listed in Oman." *International Journal of Financial Studies* 10 (4): 89. <https://doi.org/10.3390/ijfs10040089>.
- Prempeh, Kwadwo Boateng, and Godfred Peprah-Amankona. 2020. "Does Working Capital Management Affect Profitability of Ghanaian Manufacturing Firms?" *Zagreb International Review of Economics and Business* 23 (1): 1–18. <https://doi.org/10.2478/zireb-2020-0001>.
- Ren, Ting, Nan Liu, Hongyan Yang, Youzhi Xiao, and Yijun Hu. 2019. "Working Capital Management and Firm Performance in China." *Asian Review of Accounting* 27 (4): 546–62. <https://doi.org/10.1108/ARA-04-2018-0099>.
- Sartono, Agus. 2012. *Manajemen Keuangan: Teori Dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPF.
- Shen, Huayu, Mengyao Fu, Hongyu Pan, Zhongfu Yu, and Yongquan Chen. 2020. "The Impact of the COVID-19 Pandemic on Firm Performance." *Emerging Markets Finance and Trade* 56 (10): 2213–30. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785863>.
- Sianturi, Jen Erika Marintan. 2021. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018." *Journal of Applied Managerial Accounting* 5 (1): 135–46. <https://doi.org/10.30871/jama.v5i1.2689>.
- Sudarno. 2022. *Teori Penelitian Keuangan*. Malang: CV Literasi Nusantara Abadi.
- Sugeng, Bambang. 2017. *Manajemen Keuangan Fundamental*. Yogyakarta: Deepublish.
- . 2020. *Fundamental Metodologi: Penelitian Kuantitatif (Eksplanatif)*. Yogyakarta: Deepublish.

- Tahir, Mohammad, and Melati Binti Ahmad Anuar. 2016. "The Determinants of Working Capital Management and Firms Performance of Textile Sector in Pakistan." *Quality and Quantity* 50 (2): 605–18. <https://doi.org/10.1007/s11135-015-0166-4>.
- Tarkom, Augustine. 2022. "Impact of COVID-19 Exposure on Working Capital Management: The Moderating Effect of Investment Opportunities and Government Incentives." *Finance Research Letters* 47 (PB): 102666. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102666>.
- Wang, Zanzin, Minhas Akbar, and Ahsan Akbar. 2020. "The Interplay between Working Capital Management and a Firm's Financial Performance across the Corporate Life Cycle." *Sustainability (Switzerland)* 12 (4). <https://doi.org/10.3390/su12041661>.
- Yao, Yonghong, Jing Feng, and Qiaowen Yang. 2022. "Impact of Financing Constraints on Firm Performance: Moderating Effect Based on Firm Size." *Computational Intelligence and Neuroscience* 2022. <https://doi.org/10.1155/2022/1954164>.