RESESI DAN DAMPAKNYA PADA HUBUNGAN MANAJEMEN MODAL KERJA DAN PROFITABILITAS

***ABSTRACT***

*This study examines the impact of recession on the relationship of working capital management and profitability. Using a sample of 3,012 firm-year observations for Southeast Asia’s non financial firms over the period 2000-2016, we find evidence that cash conversion cycle significantly improves profitability. Moreover, the recession time fails to moderate the relationship between working capital dan profitability. The economic situations do not change the relationship of two variables. Our investigations encourage management to retain a balance between liquidity and profitability.*

***Keywords:*** *cash conversion cycle, working capital, profitability, recession, Southeast Asia*

**Abstrak :**

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh kondisi resesi terhadap hubungan manajemen modal kerja dan profitabilitas. 3.012 perusahaan terbuka di Asia Tenggara digunakan sebagai sampel pada periode observasi 2000-2016. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa *cash conversion cycle* secara signifikan meningkatkan profitabilitas perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara. Penelitian ini juga menemukan bahwa periode resesi tidak memoderasi hubungan dari kedua variabel tersebut. Adanya pelemahan kondisi ekonomi menyebabkan signifikansi manajemen modal kerja tidak mengalami perubahan saat resesi terjadi. Oleh karena itu, penting bagi manajemen untuk memastikan keseimbangan antara likuiditas dan profitabilitas.

Kata kunci: *cash conversion cycle,* modal kerja, profitabilitas, resesi, Asia Tenggara

1. **PENDAHULUAN**

Profit adalah tujuan utama suatu perusahaan. Dalam menjalankan kegiatan usaha tersebut, perusahaan membutuhkan pendanaan. Karenanya menjadi suatu keharusan bagi perusahaan untuk mengelola sumber pendanaan yang dimilikinya (*financial management*) sebagai upaya untuk memaksimalkan keuntungan. Bentuk manajemen keuangan yang penting untuk dilakukan oleh suatu perusahaan salah satunya adalah pengelolaan modal kerja atau *working capital management* (Brigham & Houston, 2012).

Manajemen modal kerja adalah kegiatan pengelolaan atas aset dan liabilitas jangka pendek dari perusahaan (Ukaegbu, 2014). Manajemen modal kerja bertujuan untuk memastikan perusahaan mempunyai likuiditas yang cukup untuk melunasi liabilitas-liabilitas jangka pendeknya, serta membiayai kegiatan operasi sehari-hari. Oleh karena itu, manajemen modal kerja memiliki peranan yang penting dalam upaya untuk memaksimalkan profitabilitas perusahaan (Haq, Sohail, Zaman, dan Alam, 2012).

Dari beberapa penelitian yang telah dilakukan, ditemukan bahwa manajemen modal kerja memiliki pengaruh terhadap profitabilitas perusahaan. Profitabilitas yang maksimal akan dicapai ketika perusahaan mempercepat perputaran dari modal kerja yang dimiliki (Vahid *et al.*, 2012; Enqvist, Graham, & Nikkinen, 2014; Ukaegbu, 2014; dan Pais & Gama, 2015). Seluruh aset yang dimiliki oleh perusahaan digunakan secara produktif dan tidak dibiarkan menganggur dalam bentuk piutang ataupun menumpuk sebagai persediaan (Tran, Abbott, & Jin Yap, 2017). Di samping itu, perputaran modal kerja yang semakin lambat juga akan meningkatkan beban pemeliharan (*maintenance expense*), sehingga menurunkan profitabilitas (Yazdanfar & Öhman, 2014).

Modal kerja dari suatu perusahaan dapat dipengaruhi oleh dua faktor, yaitu faktor internal, seperti kegiatan operasi perusahaan dan faktor eksternal yang meliputi kondisi makroekonomi (Johnson & Soenen, 2003). Dengan kata lain, kebijakan perusahaan dalam mengelola modal kerja akan turut dipengaruhi oleh kondisi perekonomian suatu negara (Enqvist *et al.*, 2014). Kondisi resesi yang terjadi tahun 2007 lalu menyadarkan banyak pelaku bisnis mengenai pentingnya modal kerja sebagai sumber pendanaan perusahaan (Abuzayed, 2012). Pada saat resesi, batas pinjaman yang diizinkan oleh pemerintah akan diturunkan dan tingkat suku bunga pinjaman akan semakin tinggi (de Almeida dan Eid, 2012). Di samping itu, tingkat permintaan pada saat kondisi resesi juga akan menurun dan memperlambat proses konversi aset ke pendapatan. Kondisi resesi menyebabkan sumber pendanaan eksternal menjadi terbatas dan mahal. Oleh karena itu, penting bagi perusahaan untuk menjaga likuiditas pada saat resesi sebagai upaya dalam menjaga tingkat profitabilitas. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Enqvist *et al.* (2014) di Irlandia dan Haron & Nomran di Malaysia.

Pada pertengahan tahun 2007, kasus *subprime mortgage* yang terjadi di Amerika Serikat menjadi awal krisis ekonomi global atau resesi (Gray & Jobst, 2010). Salman *et al.* (2010) memaparkan jika dampak krisis tersebut juga menyebar hingga kawasan Asia. Nilai transaksi ekspor Asia mengalami penurunan sebesar 30% dan harga saham dari negara-negara berkembang di Asia turun sebesar 60% di tahun 2007 (Keat, 2009). Periode resesi tersebut berlangsung selama 2 tahun untuk negara-negara di kawasan Asia Tenggara (Hong, Lee, & Tang, 2010).

Pertumbuhan GDP di kawasan Asia Tenggara telah tumbuh 70 kali lipat dalam kurun waktu 50 tahun. Asia Tenggara juga merupakan kawasan dengan jumlah ekspor terbesar keempat di dunia (Vinayak, Thompson, & Tonby, 2014). Sebagai negara yang sedang mengalami pertumbuhan yang pesat, dampak kondisi resesi tidak dapat dihindari oleh negara-negara di kawasan tersebut. Krisis yang terjadi pada negara-negara di Asia Tenggara disebabkan oleh penurunan nilai perdagangan dari sektor ekspor (Rasiah, Cheong, & Doner, 2014) dan peningkatan beban utang akibat kenaikan tingkat suku bunga.

Menurut Baker, Bloom, dan Davis (2016), volatilitas harga saham yang signifikan dapat dijadikan indikator untuk mengidentifikasi perubahan ekonomi yang terjadi pada suatu negara. Berdasarkan pengamatan atas indeks saham masing-masing negara di Asia Tenggara pada *Yahoo! Finance* untuk periode tahun 2000-2016, indeks saham dari negara-negara di kawasan tersebut mengalami penurunan tajam pada tahun 2008 dan 2009. Pergerakan nilai indeks saham tersebut membuktikan adanya kondisi resesi yang dialami oleh negara-negara di Asia Tenggara. Penelitian yang dilakukan pada beberapa negara di Asia Tenggara, seperti yang dilakukan oleh Appuhami (2008) di Thailand, Haron dan Nomran (2016) di Malaysia, serta Tran *et al.* (2017) di Vietnam, menemukan bahwa masih banyak perusahaan di Asia Tenggara yang belum menerapkan pengelolaan modal kerja yang efisidren. Oleh karena itu, penelitian yang menguji hubungan modal kerja dan profitabilitas pada kondisi resesi di kawasan tersebut penting untuk dilakukan.

Pada saat kondisi resesi, pengelolaan modal kerja akan memiliki peran yang signifikan untuk membantu perusahaan dalam mengelola fluktuasi aset dan liabilitas jangka pendek. Hal tersebut mendukung penelitian yang dilakukan oleh Haron dan Nomran (2016) di Malaysia pada periode resesi tahun 2008 dan 2009. Dari temuan penelitian terdahulu tersebut, menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan efisiensi pada modal kerja akan memperoleh profitabilitas yang lebih baik. Walaupun studi mengenai peran manajemen modal kerja pada kondisi resesi mampu memberikan kontribusi yang penting, namun belum banyak penelitian yang melakukan pengujian untuk topik tersebut, terutama untuk kawasan Asia Tenggara.

Berdasarkan penjelasan sebelumnya diketahui bahwa perusahaan di Asia Tenggara masih belum menerapkan manajemen modal kerja yang efisien. Padahal ketika terjadi perubahan kondisi ekonomi yang tiba-tiba seperti resesi, praktik manajemen yang tidak efisien ini akan menekan performa yang diperoleh perusahaan. Selain itu walaupun telah banyak riset yang menganalisis hubungan antara manajemen modal kerja dan profitabilitas, masih sedikit yang membahas mengenai pengaruh kondisi ekonomi terhadap hubungan kedua variabel tersebut.

Hasil dari penelitian ini dapat menjadi landasan dalam mendorong para pelaku bisnis untuk menerapkan pengelolaan modal kerja yang efektif dan efisien. Selain itu, peranan penting dari manajemen modal kerja selama resesi menunjukkan perlunya pelaku bisnis untuk memiliki pengetahuan yang cukup mengenai kondisi makroekonomi. Pengetahuan tersebut dapat membantu perusahaan dalam mempersiapkan diri dan memaksimalkan pengelolaan modal kerja, serta profitabilitas ketika sedang memasuki kondisi resesi (Enqvist *et al.*, 2014). Maka, penelitian ini dapat memberikan kontribusi positif bagi berbagai pihak, terutama dalam memberikan referensi tambahan mengenai hubungan manajemen modal kerja dan profitabilitas pada saat kondisi resesi di kawasan Asia Tenggara.

Adapun pembahasan lainnya dari penelitian ini, terdiri dari **Bagian 2**, membahas telaah literatur dan pengembangan hipotesis, **Bagian 3** tentang metode penelitian dan data yang digunakan, **Bagian 4** membahas tentang hasil diskusi, serta **Bagian 5** mengenai kesimpulan, implikasi, serta keterbatasan dari penelitian yang digunakan.

1. **TELAAH LITERATUR**

Berdasarkan penelitian-penelitian yang telah dilakukan, hasil pengujian atas hubungan antara manajemen modal kerja dan profitabilitas dapat dibedakan menjadi 3, yaitu hubungan positif, hubungan negatif, dan hubungan nonlinear (*inverted U*). Penelitian yang dilakukan oleh Charitou *et al.* (2012), Wibowo dan Wartini (2012), dan de Almeida dan Eid (2014) menjelaskan adanya hubungan positif antara manajemen modal kerja dan profitabilitas. Modal kerja dibutuhkan oleh perusahaan untuk menghasilkan profit. Oleh karena itu, dengan memiliki semakin banyak modal kerja, profitabilitas perusahaan akan semakin tinggi.

Penelitian yang dilakukan Magpayo (2010), Wibowo dan Wartini (2012), Vahid *et al*. (2012), Enqvist *et al*. (2014), Ukaegbu (2014), Yazdanfar dan Öhman (2014), Pais dan Gama (2015), Wasiuzzaman (2015), Haron dan Nomran (2016), dan Tran *et al*. (2017) menunjukkan adanya hubungan negatif antara manajemen modal kerja dan profitabilitas. Pengelolaan modal kerja melalui peningkatan efisiensi, seperti percepatan perputaran persediaan dan pembayaran utang menunjukkan bahwa perusahaan memaksimalkan penggunaan asetnya untuk menghasilkan profit.

Pandangan ketiga menyebutkan bahwa terdapat hubungan nonlinear berbentuk U terbalik antara manajemen modal kerja dan profitabilitas (Caballero *et al.*, 2014; Afrifa & Padachi, 2016). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat titik optimal dari pengelolaan modal kera untuk memaksimalkan profitabilitas yang diperoleh. Jika modal kerja yang dimiliki perusahaan terlalu sedikit, maka *opportunity loss* dari perusahaan akan semakin besar. Sebaliknya, modal kerja yang berlebihan justru akan mengurangi profit yang diperoleh perusahaan.

1. *Pecking Order Theory*

*Pecking order theory* menyebutkan bahwa perusahaan cenderung akan mengikuti suatu hierarki ketika memilih sumber pendanaannya. Perusahaan akan mengutamakan sumber pendanaan internal terlebih dahulu, sebelum menggunakan pinjaman dari pihak eksternal, dan akhirnya melakukan penerbitan saham (Myers & Majluf, 1983). Menurut Myers dan Majluf (1983), pendanaan internal akan lebih menguntungkan perusahaan. Dengan menggunakan pendanaan internal, perusahaan tidak perlu mengeluarkan informasi yang dimilikinya ke pihak eksternal. Perusahaan cenderung memilih untuk tidak memberikan informasi ke pihak eksternal karena akan mengurangi daya saing perusahaan. Selain itu, ketimpangan informasi (*asymmetric information*) yang dimiliki oleh manajer menyebabkan pihak eksternal, seperti debitur ataupun investor, akan menuntut tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi dalam bentuk bunga pinjaman dan deviden.

Tidak hanya tuntutan atas *return* yang lebih tinggi, pendanaan eksternal juga akan menimbulkan tambahan beban lain, seperti beban bunga ataupun beban birokrasi untuk menerbitkan saham (Myers & Majluf, 1983). Beban-beban dan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi akan mengurangi keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan. Oleh karena itu, pendanaan eksternal akan cenderung mengurangi tingkat profitabilitas perusahaan dibandingkan pendanaan internal.

Dengan diketahuinya hubungan antara manajemen modal kerja dengan profitabilitas, dapat dijadikan landasan untuk mendorong pelaku bisnis mengelola modal kerja yang dimiliki. Telah banyak penelitian yang dilakukan untuk menganalisis hubungan antara manajemen modal kerja dengan profitabilitas, namun masih sedikit yang membahas tentang pengaruh kondisi ekonomi terhadap hubungan kedua variabel tersebut. Selain itu, dengan mengetahui pengaruh tersebut perusahaan mampu untuk mempersiapkan diri dalam menghadapi perubahan ekonomi yang terjadi secara tiba-tiba dan dapat mempertahankan profitabilitasnya. Sehingga penelitian ini m

* 1. *Pengembangan Hipotesis*
		1. Manajemen Modal Kerja dan Profitabilitas

*Cash Conversion Cycle dan Profitabilitas*

Manajemen modal kerja dilakukan melalui pengelolaan atas aset-aset dan liabilitas jangka pendek (Mun & Jang, 2015). Salah satu cara untuk mengukur efisiensi manajemen modal kerja adalah dengan menggunakan CCC atau *cash conversion cycle*. CCC mengukur selisih waktu pembayaran utang usaha dan waktu masuknya kas sebagai hasil penjualan persediaan. Perusahaan melakukan efisiensi pada manajemen modal kerja dengan memperpendek CCC (Hager, 1976). Periode CCC dapat diperpendek melalui tiga cara, yaitu: mempercepat penjualan persediaan, mempercepat pelunasan piutang, dan memperlambat pembayaran utang (Enqvist *et al*, 2014). Periode CCC yang lebih pendek tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan mampu untuk mengkonversi aset-aset jangka pendeknya menjadi kas dengan lebih cepat. Dengan kata lain, aset-aset tersebut digunakan secara maksimal dan tidak dibiarkan menganggur dalam rangka menghasilkan keuntungan yang sebesar-besarnya bagi perusahaan (Yazdanfar & Öhman, 2014).

Penelitian yang dilakukan oleh Vahid *et al*. (2012), Ukaegbu (2014), Yazdanfar dan Öhman (2014), Pais dan Gama (2015), dan Tran *et al*. (2017) menemukan adanya hubungan negatif antara manajemen modal kerja dan profitabilitas. Periode kas yang lebih panjang menunjukkan bahwa perusahaan membiarkan aset-asetnya tertahan dalam bentuk piutang yang tidak produktif, sehingga mengurangi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit (Yazdanfar & Öhman, 2014). Dengan demikian, profitabilitas yang maksimal akan dicapai ketika perusahaan mempercepat periode perputaran modal kerjanya.

**H1.** *Terdapat hubungan negatif antara cash conversion cycle dengan profitabilitas*

*Days of Inventory dan Profitabilitas*

Komponen pertama dari CCC adalah persediaan. Perusahaan membutuhkan persediaan untuk melakukan penjualan, serta menghindarkan perusahaan dari risiko terjadinya *stock out*. Oleh karena itu, memiliki jumlah persediaan yang besar dapat mendorong pertumbuhan penjualan dan meningkatkan keuntungan (Tran *et al.*, 2017). Namun, memiliki persediaan dalam jumlah yang besar akan menimbulkan beban-beban tambahan, seperti beban persediaan menjadi rusak atau usang, ataupun meningkatkan operasional dari sewa gudang (Tran *et al.*, 2017). Perputaran persediaan yang lebih cepat akan menghindarkan perusahaan dari beban-beban yang dapat mengurangi profitabilitas perusahaan.

**H1a.** *Terdapat hubungan negatif antara days of inventory dengan profitabilitas.*

*Days of Receivable dan Profitabilitas*

Komponen kedua dari CCC adalah *days of payable*. Penelitian yang dilakukan oleh Tran *et al.* (2017) menemukan bahwa piutang dapat menjadi salah satu aspek yang dapat mendorong penjualan. Pembeli akan lebih tertarik pada perusahaan yang memberikan jangka waktu pelunasan piutang yang lebih panjang. Periode yang lebih panjang tersebut memberikan kesempatan bagi pembeli untuk meninjau kualitas dari produk sebelum pembayaran dilakukan.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Tran *et al.* (2017), Ukaegbu (2014) menyatakan bahwa periode pelunasan piutang yang panjang dapat memunculkan permasalahan likuiditas bagi perusahaan. Piutang yang dibiarkan terlalu lama tidak tertagih akan mengurangi jumlah arus kas masuk bagi perusahaan. Jika dibiarkan lebih lanjut, perusahaan akan kehilangan kemampuannya untuk membiayai kegiatan operasi sehari-hari ataupun melunasi utang jangka pendeknya. Selanjutnya, perusahaan akan membutuhkan sumber pendanaan lain yang akan menimbulkan beban bunga dan mengurangi profitabilitas perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan perlu untuk mempercepat proses konversi piutang menjadi kas untuk meningkatkan profitabilitas.

**H1b.** *Terdapat hubungan negatif antara days of receivable dengan profitabilitas.*

*Days of Payable dan Profitabilitas*

Komponen terakhir dari CCC adalah *days of payable*. Menurut Enqvist *et al.* (2014), efisiensi manajemen modal kerja dilakukan dengan semakin memperlambat pembayaran utang kepada pemasok. Namun, penelitian yang dilakukan oleh *Tran* *et al.* (2017) menemukan bahwa perusahaan justru akan diuntungkan ketika mempercepat pembayaran utangnya. Hal ini terjadi karena pemasok umumnya akan memberikan potongan harga (diskon) jika pembeli melakukan pembayaran lebih cepat. Dengan menunda pelunasan utang, maka perusahaan akan kehilangan kesempatan untuk mendapatkan diskon tersebut.

Manajemen modal kerja turut membahas mengenai *trade off* antara likuiditas dan profitabilitas. Sama seperti pentingya pengelolaan pelunasan piutang, perusahaan perlu untuk memperpanjang pelunasan utang untuk menjaga level kas. Jika perusahaan mengalami permasalahan likuiditas dan memerlukan pendanaan dari pihak eksternal, maka beban dari sumber pendanaan tersebut akan mengurangi profitabilitas perusahaan (Ukaegbu, 2014). Maka, secara tidak langsung, perlambatan pembayaran utang dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan.

**H1c.** *Terdapat hubungan positif antara days of payable dengan profitabilitas.*

* + 1. Pengaruh Kondisi Resesi terhadap Hubungan Manajemen Modal Kerja dan Profitabilitas

*Pengaruh Kondisi Resesi terhadap Hubungan CCC dan Profitabilitas*

Tidak hanya dari kondisi internal perusahaan, modal kerja juga dapat dipengaruhi oleh kondisi eksternal, seperti keadaan makroekonomi suatu negara (Johnson & Soenan, 2003). Saat resesi terjadi, daya beli masyarakat akan mengalami pelemahan (Enqvist *et al.*, 2014). Sebagai akibatnya, tingkat penjualan mengalami penurunan dan perputaran aset menjadi kas pun turut mengalami perlambatan. Jika likuiditas perusahaan terus memburuk, maka profitabilitas juga akan terancam (Korajczyk & Levy, 2003).

Kondisi resesi tidak hanya memengaruhi daya beli, namun juga akses terhadap kapital atau modal. Akses kapital akan semakin terbatas karena batas pinjaman yang diizinkan oleh perbankan akan semakin kecil dan tingkat suku bunga yang ditawarkan akan semakin besar. Dengan adanya keterbatasan tersebut, perusahaan akan lebih mengandalkan pendanaan internalnya untuk kegiatan operasi sehari-hari. Pernyataan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh de Almeida dan Eid (2012). Dengan kata lain, peran manajemen modal kerja akan semakin signifikan saat kondisi resesi dibandingkan pada saat kondisi ekonomi normal.

**H2.** Ko*ndisi Resesi memperkuat hubungan antara cash conversion cycle dan profitabilitas.*

*Pengaruh Kondisi Resesi terhadap Hubungan DOI dan Profitabilitas*

Saat resesi, daya beli masyarakat akan mengalami penurunan, sehingga menurunkan tingkat penjualan (Enqvist *et al.,* 2014). Penurunan tingkat penjualan akan memperlambat perputaran persediaan dan meningkatkan beban-beban operasional, seperti beban sewa gudang (Tran *et al*., 2014). Beban-beban tersebut akan menjadi pengurang dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Maka dari itu, perusahaan-perusahaan yang dapat meningkatkan efisiensi perputaran persediaannya akan memperoleh profitabilitas yang lebih tinggi. Dengan demikian, kondisi resesi akan memperkuat hubungan antara DOI dan profitabilitas.

**H2a.** *Kondisi Resesi memperkuat hubungan antara days of inventory dan profitabilitas.*

*Pengaruh Kondisi Resesi terhadap Hubungan DOR dan Profitabilitas*

Tidak hanya menurunkan daya beli masyarakat, kondisi resesi juga akan mengurangi akses perusahaan kepada sumber pendanaan. Oleh karena itu, tingkat likuiditas perusahaan perlu menjadi perhatian bagi perusahaan pada saat resesi terjadi. Salah satu cara yang dapat dilakukan untuk mengelola tingkat likuiditas adalah dengan melakukan pengelolaan periode piutang. Dengan mempercepat pelunasan piutang, perusahaan dapat menjaga kas pada level yang optimal, sehingga tidak perlu mengambil sumber pendanaan eksternal (Ukaegbu, 2014). Hal ini akan lebih menguntungkan perusahaan karena beban bunga pada saat kondisi resesi akan lebih tinggi dibandingkan saat kondisi normal.

**H2b.** *Kondisi Resesi memperkuat hubungan antara days of receivable dan profitabilitas.*

*Pengaruh Kondisi Resesi terhadap Hubungan DOP dan Profitabilitas*

Dalam periode resesi, perusahaan dituntut untuk menggunakan sumber daya yang dimiliki dengan efisien karena adanya keterbatasan pada sumber pendanaan eksternal (Abuzayed, 2013). Perusahaan perlu menjaga level kas dan tingkat likuiditas, terutama pada kondisi resesi karena mahalnya sumber pendanaan eksternal. Menurut Haron dan Nomran (2014), semakin lama waktu bagi perusahaan untuk membayar utangnya, maka profitabilitas perusahaan akan semakin meningkat. Dengan semakin memperpanjang periode pembayaran utang, perusahaan dapat menjaga level likuiditasnya dan terhindar dari beban bunga pendanaan eksternal, sehingga tingkat profitabilitas dapat tetap terjaga (Tran *et al.*, 2014).

**H2c.** *Kondisi Resesi memperkuat hubungan antara days of payable dan profitabilitas.*

* 1. *Kerangka Pemikiran*



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

1. **METODA**

Untuk melakukan penelitian ini, terlebih dahulu dilakukan pengumpulan data-data yang akan diolah dengan menggunakan STATA 13. Data-data yang diperoleh dari Capital IQ dan merupakan data sekunder, yakni data-data keuangan yang didapatkan dari laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan sampel. Maka dari itu, data-data dalam penelitian ini lebih bersifat kuantitatif. Data yang digunakan juga merupakan data panel, yakni data yang diambil dari berbagai perusahaan untuk suatu periode tertentu.

1. *Populasi dan Sampel*

Perusahaan-perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang bergerak di sektor nonkeuangan dan tercatat pada bursa saham di Filipina, Indonesia, Malaysia, Singapura, dan Thailand. Perusahan dari sektor keuangan tidak diikutsertakan karena kerangka bisnis dari industri tersebut berbeda dibandingkan perusahaan dari industri lain. Data pada penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *judgment sampling*, yaitu memilih sampel berdasarkan karakteristik-karakteristik tertentu sesuai dengan tujuan-tujuan yang ingin dicapai (Kuncoro, 2009). Periode observasi dibedakan menjadi 2, yaitu kondisi resesi (2008 dan 2009), serta kondisi tidak resesi (2000-2007 dan 2010-2016). Total perusahaan yang dijadikan sampel adalah 3.012 perusahaan.

Tabel 1. Perolehan Sampel Penelitian

|  |  |
| --- | --- |
| **Kriteria Pemilihan Sampel** | **Jumlah Perusahaan** |
| Perusahaan yang tercatat di 5 bursa saham di Asia Tenggara | 3.295 |
| Perusahaan keuangan yang tercatat di 5 bursa saham di Asia Tenggara | (283) |
| **Perusahaan yang digunakan sebagai sampel** | **3.012** |

1. *Data Deskriptif*

Tabel 2. Data Deskriptif

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Variabel** | **Observasi** | **Mean** | **Stdv.** | **Max** | **Min** | **Skewness** | **Kurtosis** |
| CCC | 48.346 | 72,22 | 110,55 | 1.125,54 | -582,12 | 1,71 | 9,89 |
| DOI | 49.166 | 61,39 | 89,86 | 599,90 | 0 | 2,45 | 10,88 |
| DOR | 50.550 | 53,14 | 74,47 | 598,93 | 0 | 2,79 | 14,19 |
| DOP | 50.446 | 41,52 | 61,30 | 599,54 | 0 | 3,67 | 22,95 |
| ROA | 51.135 | -49,51 | 11.067,3 | 1.857,20 | -2.500.000 | -225,43 | 50.916,70 |
| LEV | 38.470 | 0,35 | 7,41 | 1.056,84 | 0 | 110,71 | 13.959,50 |
| SIZE | 38.253 | 4,31 | 2,24 | 11,42 | -11,51 | 0,21 | 4,08 |
| SGROW | 51.101 | 656,94 | 77.855,1 | 15.000.000 | -100 | 164,36 | 29.308,80 |

CCC adalah *Cash Conversion Cycle;* DOI adalah *Days of Inventory*; DOR adalah *Days of Receivable*; DOP adalah *Days of Payable*; DOR adalah *Days of Payable*; ROA adalah *Return on Assets*; LEV adalah rasio utang; SIZE adalah ukuran perusahaan; SGROW adalah pertumbuhan penjualan.

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif dari penelitian ini. Perusahaan di Asia Tenggara membutuhkan waktu kurang lebih 3 bulan untuk mengkonversi aset jangka pendeknya menjadi kas, dilihat dari nilai rata-rata CCC. Lebih lanjut, rata-rata dari DOI, DOR, dan DOP adalah 61,39 hari, 53,14 hari, dan 41,52 hari berturut-turut. Sedangkan *return on assets* dari perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara adalah senilai -49,51. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di kawasan tersebut belum melakukan efisiensi penggunaan aset untuk menghasilkan profit. Di sisi lain, perusahaan di Asia Tenggara masih belum banyak menggunakan hutang sebagai pendanaan dilihat dari rata-rata LEV sebesar 0,35. Perusahaan-perusahaan tersebut umumnya berukuran kecil (dengan nilai rata-rata SIZE 4,31) dengan pertumbuhan penjualan yang cukup besar mencapai rata-rata 656,94.

Tabel 3. Matriks Korelasi

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **ROA** | **CCC** | **DOI** | **DOR** | **DOP** | **LEV** | **SIZE** | **SGROW** |
| **ROA** | 1,00 |  |  |  |  |  |  |  |
| **CCC** | 0,0013 | 1,00 |  |  |  |  |  |  |
| **DOI** | 0,0042 | 0,7813 | 1,00 |  |  |  |  |  |
| **DOR** | -0,0071 | 0,4958 | 0,093 | 1,00 |  |  |  |  |
| **DOP** | -0,0046 | -0,1519 | 0,1374 | 0,387 | 1,00 |  |  |  |
| **LEV** | -0,8224 | -0,0113 | -0,0092 | -0,0103 | -0,0045 | 1,00 |  |  |
| **SIZE** | 0,053 | -0,0218 | 0,1192 | -0,2521 | -0,0776 | -0,0434 | 1,00 |  |
| **SGROW** | -0,0003 | -0,0017 | -0,0005 | -0,0072 | -0,0061 | -0,0005 | -0,0106 | 1,00 |

CCC adalah *Cash Conversion Cycle;* DOI adalah *Days of Inventory*; DOR adalah *Days of Receivable*; DOP adalah *Days of Payable*; DOR adalah *Days of Payable*; ROA adalah *Return on Assets*; LEV adalah rasio utang; SIZE adalah ukuran perusahaan; SGROW adalah pertumbuhan penjualan.

Tabel 3 menunjukkan hubungan antar variabel yang digunakan dalam penelitian. Korelasi antar variabel dikategorikan sebagai tinggi jika nilainya mendekati angka 1 (Sugiyono, 2006). Dari Tabel 3 dapat dilihat bahwa CCC dan DOI memiliki hubungan yang positif terhadap ROA. Maka dapat dijelaskan bahwa perpanjangan periode CCC dan DOI dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan. Namun, komponen lain dari CCC yakni DOR dan DOP memiliki hubungan yang negatif terhadap ROA. Untuk dapat meningkatkan profitabilitasnya perusahaan perlu untuk mempercepat periode pembayaran piutang serta utang.

Dari Tabel 2, dilihat dari nilai *skewness-kurtosis* data yang dimiliki dapat dijelaskan jika data yang digunakan tidak memiliki persebaran yang normal. Untuk mengatasi permasalahan normalitas tersebut, data di *treatment* dengan menggunakan metode Winsorize. Data dan model yang digunakan tidak memiliki masalah multikolinearitas ketika diuji dengan menggunakan metode *variance inflation factor* (VIF). Tetapi data menunjukkan gejala heteroskedastisitas dan autokorelasi. Untuk mengatasi gejala tersebut, data selanjutnya diolah dengan menggunakan metode Driscoll-Kray (Hoachle, 2007).

1. *Model Penelitian*

Dalam melakukan uji hipothesis digunakan dua model berikut:

|  |  |
| --- | --- |
| **Model 1:** ROAit = α + β1CCCit + β2RESESIit + β3CCC.RESESIit + β4LEVit + β5SIZEit + β6SGROWit + *e*it | (1) |
| **Model 2:** ROAit = α + β1DOIit + β2DORit + β3DOPit + β4RESESIit + β5DOI.RESESIit + β6DOR.RESESIit + β7DOP.RESESIit + β8LEVit + β9SIZEit + β10SGROWit + *e*it | (2) |

1. **HASIL DAN PEMBAHASAN**
2. *Hasil Penelitian*

Tabel 4. Hasil Regresi

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Independent Variabel** | **(1)** | **(2)** |
| CCC | 0,00131\*\* |  |
| RESESI |  0,35094 |  |
| CCC\*RESESI |  -0,00013 |  |
| DOI |  | 0,00428\*\*\* |
| DOR |  |  0,00199\* |
| DOP |  |  0,00324\*\*\* |
| RESESI |  |  0,55645\*\* |
| DOI\*RESESI |  | 0,00287\*\*\* |
| DOR\*RESESI |  |  -0,00581 |
| DOP\*RESESI |  |  -0,00111 |
| LEV |  -5,71968\*\*\* | -5,80719\*\*\* |
| SIZE |  0,94756\*\*\* | 0,90379\*\*\* |
| SGROW |  0,04573\*\*\* | 0,04697\*\*\* |
| KONSTANTA |  0,31230 |  0,01677\*\*\* |

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

DOI adalah *days of inventory*; DOR adalah *days of receivable*; DOP adalah *days of payable*; RESESI adalah *dummy* kondisi resesi; LEV adalah rasio utang; SIZE adalah ukuran perusahaan; SGROW adalah pertumbuhan penjualan

Penelitian ini menggunakan model yang diadopsi dari penelitian yang dilakukan oleh Enqvist (2014) di Finlandia. Model 1 digunakan untuk menguji hipotesis 1 dan 2, yakni menentukan hubungan antara CCC dan ROA serta pengaruh kondisi resesi terhadap hubungan kedua variabel tersebut. Sedangkan Model 2 digunakan untuk menguji turunan hipotesis 1 dan 2, yakni hubungan antara turunan CCC dan ROA serta pengaruh kondisi resesi terhadap hubungan tersebut. Dari tabel 4 dapat dilihat bahwa CCC memiliki hubungan yang positif terhadap ROA dengan nilai koefisien sebesar 0,00131 dan signifikan pada level 99%. Dengan demikian semakin panjang periode konversi kas maka profitabilitas yang diperoleh perusahaan di Asia Tenggara pun akan semakin besar. Dengan demikian, hipotesis 1 yang menyatakan adanya hubungan negatif antara CCC dan profitabilitas ditolak. Berdasarkan hasil interaksi antara CCC dan kondisi resesi yang dapat dilihat pada variabel CCC\*RESESI, menunjukkan bahwa kondisi resesi tidak memengaruhi hubungan antara CCC dan ROA dilihat dari signifikansi yang lemah. Sehingga, hipotesis 2 yang menjelaskan bahwa kondisi resesi memperkuat hubungan antara CCC dan profitabilitas juga ditolak.

Hasil regresi untuk model 2 menunjukkan bahwa baik untuk variabel DOI, DOR, dan DOP memiliki hubungan positif yang signifikan dengan ROA. Memperpanjang periode persediaan, piutang, serta utang dapat membantu perusahaan di Asia Tenggara untuk meningkatkan profitabilita yang dimiliki. Maka, hipotesis 1a dan 1b yang menjelaskan adanya hubungan negatif antara DOI dan DOR terhadap profitabilitas ditolak. Sedangkan hipotesis 1c diterima karena hasil regresi mendukung hipotesis tersebut. Setelah diinteraksikan dengan kondisi resesi, diketahui bahwa kondisi resesi hanya memengaruhi hubungan antara DOI dan ROA. Semakin panjang periode persediaan perusahaan di Asia Tenggara ketika resesi, akan memberikan profitabilitas yang lebih tinggi. Sedangkan, hubungan antara DOR dan DOP terhadap profitabilitas tidak dipengaruhi oleh kondisi resesi. Oleh karena itu, hipotesis 2a, 2b, dan 2c ditolak.

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian semuanya memiliki hubungan yang signifikan terhadap ROA. LEV menunjukkan adanya hubungan negatif terhadap ROA yang dapat dijelaskan dengan semakin besar hutang yang dimiliki perusahaan di Asia Tenggara maka akan semakin kecil pula profitabilitas yang diperoleh. Sedangkan SGROW dan SIZE memiliki hubungan yang positif terhadap ROA. Maka, semakin besar ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan yang diperoleh akan semakin besar pula profitabilitas yang diperoleh perusahaan di Asia Tenggara.

1. *Pembahasan*
2. *Cash Conversion Cycle* dan Profitabilitas

Tabel 4 menunjukkan adanya hubungan positif antara CCC dan profitabilitas, maka dari itu hipotesis H1 ditolak. Hasil regresi penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Lyroudi dan Lazaridis (2000), Gil dan Jobst (2010), Sharma dan Kumar (2011), dan Abuzayed (2012). Hubungan antara CCC dan ROA yang positif menunjukkan bahwa periode CCC yang semakin panjang akan meningkatkan profit perusahaan. Periode CCC yang panjang tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara menginvestasikan kasnya dalam bentuk aset jangka pendek lainnya, yaitu persediaan dan piutang. Dengan kata lain, perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara belum menjalankan sistem pengelolaan manajemen modal kerja yang efisien (Appuhami, 2008; Haron & Nomran; 2016, Tran *et al.*, 2017). Dengan memilih untuk memiliki perputaran kas yang lebih panjang, perusahaan terbebas dari *opportunity loss* akibat adanya risiko persediaan menjadi habis. Selain itu, memberikan syarat pelunasan piutang yang lebih panjang juga akan dapat meningkatkan minat beli konsumen dan meningkatkan pendapatan perusahaan (Tran *et al*., 2017). Oleh karena itu, memiliki periode CCC yang lebih panjang akan dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan.

1. *Days of Inventory* dan Profitabilitas

Hasil regresi menunjukkan adanya hubungan positif antara DOI dan profitabilitas. Oleh karena itu, hipotesis H1a juga ditolak. Memiliki persediaan dalam jumlah yang besar dapat menghindarkan perusahaan dari risiko terjadinya *stock out* (Tran *et al*., 2017). Persediaan merupakan aset jangka pendek yang dimiliki dan digunakan untuk menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara masih menerapkan strategi keuangan yang konservatif dengan memilih untuk memiliki cadangan persediaan dalam jumlah yang besar.

1. *Days of Receivable* dan Profitabilitas

Hasil regresi juga menunjukkan adanya hubungan positif antara DOR dan profitabilitas. Perbedaan hipotesis awal dengan hasil regresi yang didapat menyebabkan hipotesis H1b juga ditolak. Adanya hubungan positif antara DOR dan profitabilitas yang ditemukan dari penelitian ini menunjukkan bahwa memperpanjang periode pelunasan piutang dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan di Asia Tenggara. Negara-negara di Asia Tenggara umumnya memiliki keterbatasan akses kepada pendanaan eksternal (Simon, 1997). Perusahaan-perusahaan yang berukuran lebih kecil cenderung akan memanfaatkan utang usaha yang diberikan oleh perusahaan-perusahaan yang mempunyai ROA yang lebih tinggi (Abuzayed, 2012). Oleh karena itu, strategi untuk memberikan kelonggaran pada pelunasan piutang dapat meningkatkan minat beli konsumen, serta memaksimalkan profitabilitas perusahaan.

1. *Days of Payable* dan Profitabilitas

Hubungan di antara DOP dan profitabilitas merupakan hubungan yang positif, maka hipotesis H1c diterima. Perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara menunggu lebih lama untuk membayar utangnya. Hal ini dilakukan untuk menjaga tingkat likuiditas perusahaan. Dengan memperlambat pembayaran utangnya, perusahaan dapat menggunakan kasnya untuk dialihkan pada kegiatan operasi yang memiliki potensi untuk meningkatkan keuntungan (Deloof, 2003). Strategi ini juga dilakukan oleh perusahaan untuk menghindarkan diri dari permasalahan likuiditas yang akan menimbulkan beban yang dapat mengurangi profitabilitas.

1. Kondisi Resesi Memperkuat Hubungan *Cash Conversion Cycle* dan Profitabilitas

Hasil regresi menunjukkan kondisi resesi tidak memoderasi hubungan CCC dan profitabilitas. Penelitian yang dilakukan oleh Abuzayed (2012) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di negara berkembang, seperti di kawasan Asia Tenggara, mengandalkan utang usaha sebagai sumber pendanaan utamanya. Oleh karena itu, walaupun perusahaan perlu untuk menjaga level likuiditas pada saat kondisi resesi terjadi, namun perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara akan kesulitan untuk mempercepat perputaran kasnya, terutama ketika akses kepada sumber pendanaan eksternal semakin terbatas (de Almeida dan Eid, 2012). Dengan demikian, kondisi resesi terjadi tidak akan menjadi faktor yang mendorong perusahaan untuk mengubah strategi pengelolaan kasnya.

1. Kondisi Resesi Memperkuat Hubungan *Days of Inventory* dan Profitabilitas

Hasil regresi menemukan bahwa kondisi resesi memperkuat hubungan antara *days of inventory* dan *return on assets.* Namun, hipotesis H2a ditolak karena hipotesis awal menduga adanya hubungan negatif antara DOI dan profitabilitas, sedangkan penelitian ini menemukan adanya hubungan positif. Pada saat resesi, daya beli masyarakat mengalami penurunan (Enqvist *et al.*, 2014). Penurunan permintaan ini pun akan langsung berdampak terhadap penjualan yang dilakukan oleh perusahaan. Walaupun demikian, perusahaan-perusahaan cenderung tidak mengurangi jumlah produksinya karena mengharapkan terjadinya *rebound* (peningkatan penjualan) setelah kondisi resesi berakhir (Morgan, 1991). Spekulasi akan terjadinya *rebound* ini mendorong perusahaan untuk tidak mengurangi atau menghentikan proses produksi, sehingga persediaan perusahaan akan berada semakin lama pada penyimpanan. Kondisi resesi akan mendorong perusahaan memiliki periode DOI yang lebih panjang sebagai upaya untuk menghindari *stock out* sekaligus persiapan untuk menghadapi *rebound*. Oleh karena itu, kondisi resesi semakin memperkuat hubungan positif antara DOI dan profitabilitas.

1. Kondisi Resesi Memperkuat Hubungan *Days of Receivable* dan Profitabilitas

Tabel 4 menunjukkan bahwa kondisi resesi melemahkan hubungan antara *days of receivable* dengan *return on assets*, namun hubungan tersebut tidak signifikan, sehingga hipotesis H2b ditolak. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, kondisi resesi menyebabkan penurunan daya beli masyarakat. Salah satu strategi yang dapat dijalankan oleh perusahaan untuk menghadapi kondisi tersebut adalah memperpanjang periode kredit penjualan untuk menarik minat konsumen. Namun, adanya keterbatasan akses kepada pendanaan eksternal saat resesi hanya akan menimbulkan permasalahan likuiditas pada perusahaan (de Almeida dan Eid, 2014). Kondisi inilah yang menyebabkan resesi tidak memengaruhi hubungan antara periode piutang perusahaan di Asia Tenggara dan profitabilitasnya.

1. Kondisi Resesi Memperkuat Hubungan *Days of Receivable* dan Profitabilitas

Hasil regresi (Tabel 4) juga menunjukkan bahwa kondisi resesi melemahkan hubungan antara *days of payable* dan *return on assets* pada perusahaan di Asia Tenggara, maka hipotesis H2c ditolak. Sama seperti hubungan DOR dan ROA pada saat resesi, permintaan dan penjualan dari negara-negara di Asia Tenggara mengalami pelemahan saat resesi (Korajczyk & Levy, 2003). Perpanjangan pembayaran utang akan menjaga likuiditas, namun pemasok akan enggan untuk memberikan kelonggaran pelunasan utang saat resesi terjadi karena adanya keterbatasan akses pada pendaan eksternal (de Almeida dan Eid, 2014). Jika perusahaan terlalu lama melakukan pembayaran utang, tingkat kepercayaan pemasok kepada perusahaan juga akan terancam. Diskon pembelian juga tidak dapat diandalkan untuk meningkatkan profit karena perusahaan perlu menjaga tingkat likuiditas dan akan enggan untuk melakukan percepatan pembayaran. Dengan kondisi ini, resesi tidak banyak memengaruhi hubungan antara DOP dengan profitabilitas dari perusahaan di Asia Tenggara.

1. **SIMPULAN**

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui hubungan antara manajemen modal kerja dan profitabilitas serta pengaruh kondisi resesi terhadap hubungan kedua variable tersebut. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini ialah perusahaan terbuka non-keuangan yang terdaftar pada bursa saham Filipina, Indonesia, Malaysia, Singapura, dan Thailand dengan periode observasi dari tahun 2000 hingga tahun 2016, dengan tahun 2008-2009 menunjukkan kondisi resesi. Hasil penelitian ini menemukan adanya hubungan positif antara *cash conversion cycle, days of inventory, days of receivable,* dan *days of payable* terhadap *return on assets* pada perusahaan terbuka di Asia Tenggara. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan di wilayah Asia Tenggara memiliki karakteristik manajemen modal kerja yang konservatif. Penelitian ini juga menemukan bahwa kondisi resesi tidak memengaruhi hubungan antara *cash conversion cycle, days of receivable,* dan *days of payable* terhadap *return on assets*. Di sisi lain, kondisi resesi sendiri memperkuat hubungan antara *days of inventory* dengan *return on assets*.

Bagi perusahaan, hasil dari penelitian ini dapat menjadi bukti tentang pentingnya manajemen modal kerja. Perusahaan dapat meningkatkan profitabilitasnya dengan menjaga level modal kerja pada nilai yang optimal. Level optimal tersebut mencerminkan tingkat likuiditas yang perlu dimiliki oleh perusahan agar terbebas dari pendanaan eksternal dan memaksimalkan profitabilitas. Manajemen modal kerja juga dapat dilakukan dengan menentukan jangka waktu optimal untuk pelunasan piutang dan pembayaran utang. Selain itu, bagi investor, adanya hubungan yang signifikan antara modal kerja dan profitabilitas dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan tambahan ketika investor hendak menentukan perusahaan yang diinvestasikan.

Penelitian ini masih mengidentifikasi kondisi resesi berdasarkan tahun terjadinya. Namun, masing-masing negara di Asia Tenggara memiliki dampak kondisi resesi yang berbeda-beda. Oleh karena itu, pengkategorian berdasarkan tahun mungkin kurang tepat untuk digunakan. Pendekatan lain, seperti fluktuasi GDP, dapat digunakan sebagai variabel dalam mengidentifikasi periode resesi dari masing-masing negara. Selain itu, penelitian ini mengukur kinerja perusahaan dengan menggunakan ROA. Penelitian berikutnya dapat menggunakan pendekatan lain untuk mengukur kinerja dari perusahaan, seperti Tobins Q atau *price-to-book* value.

**REFERENSI**

Abuzayed, B. (2012). Working capital management and firms’ performance in emerging markets: the case of Jordan. *International Journal of Managerial Finance*, *8*(2), 155–179. https://doi.org/10.1108/17439131211216620

Afrifa, G. A., & Padachi, K. (2016). Working capital level influence on SME profitability. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, *23*(1), 44–63. https://doi.org/10.1108/JSBED-01-2014-0014

Almwalla, M. (2012). The Impact of Working Capital Management Policies on Firm’s Profitability and Value: The Case of Jordan. *International Research Journal of Finance and Economics*, *03*.

Amadeo, K. (2018, April 7). 5 Warning Signs of a Recession. Retrieved April 27, 2018, from https://www.thebalance.com/what-is-a-recession-3306019

Appuhami, B. A. R. (2008). The Impact of Firms’ Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study across Industries in Thailand. *International Management Review; Marietta*, *4*(1), 8–21.

Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, *131*(4), 1593–1636. https://doi.org/10.1093/qje/qjw024

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2012). *Fundamentals of Financial Management, Concise Edition*. Cengage Learning.

Caballero, S., Teruel, P. J., & Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, *67*(3), 332–338. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016

Carpenter, R. E., Fazzari, S. M., Petersen, B. C., Kashyap, A. K., & Friedman, B. M. (1994). Inventory Investment, Internal-Finance Fluctuations, and the Business Cycle. *Brookings Papers on Economic Activity*, *1994*(2), 75–138. https://doi.org/10.2307/2534655

Catik & Onder. (2009). The Distribution Analysis of the Inflation Components of Turkey. *Working Papers 0902, Ege University, Department of Economics*.

Charitou, M., Lois, P., & Santoso, H. B. (2012). The Relationship Between Working Capital Management And Firms Profitability: An Empirical Investigation For An Emerging Asian Country. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, *11*(8), 839. https://doi.org/10.19030/iber.v11i8.7162

Cheok, M. (2017, August 7). How Southeast Asia emerged as global growth leader in 50 years. Retrieved April 25, 2018, from https://economictimes. indiatimes.com/markets/stocks/news/how-southeast-asia-emerged-as-global-growth-leader-in-50-years/articleshow/59948868.cms

Claessens, S., & Kose, M. (2009, March). What is a recession? Retrieved May 7, 2018, http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/03/basics.htm

de Almeida, J. R., & Eid, W. (2014). Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. *Journal of Business Research*, *67*(5), 924–934. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.07.012

Deloof, M., & Jegers, M. (1996). Trade Credit, Product Quality, and Intragroup Trade: Some European Evidence. *Financial Management*, *25*(3), 33. https://doi.org/10.2307/3665806

Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? . *J. Business Finance Acc 30 (4), 573-587*.

Dewi, L.S., Budiartha, I.K, & Suputra, D. I. D. G. (2017). Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi Pengaruh Tax, Leverage, dan Firm Size pada Earning Management.  *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 277-302

Duggal, R., & Budden, M. (2012). The Effects Of The Great Recession On Corporate Working Capital Management Practices. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, *11*. https://doi.org/10.19030/ iber.v11i7.7062

Enqvist, J., Graham, M., & Nikkinen, J. (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

Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal of Finance*, *61*(4), 1957–1990. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x

Ghozali, Imam. (2011). Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM. SPSS 19 (edisi kelima) Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 21 Update PLS Regresi*.

Gill, A., Bigger, N. and Mathur, N. (2010), “The relationship between working capital management and profitability: evidence from the United States”, *Business and Economic Journal, Vol. 2010 Academic OneFile*

Gray, D., & Jobst, A. (2010). New Directions in Financial Sector and Sovereign Risk Management. *Journal of Investment Management*, *8*.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5. ed). Boston, Mass.: McGraw-Hill Irwin.

Hager, H. C. (1976). Cash management and the cash cycle. *Management Accounting*, *57*(9), 19–21.

Haq, I. ul, Sohail, M., Zaman, K., & Alam, Z. (2011). The relationship between working capital management and profitability: a case study of cement industry in Pakistan. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, *2*(2), 365–372.

Haron, R., & Nomran, N. M. (2016). Determinants of working capital management before, during, and after the global financial crisis of 2008: Evidence from Malaysia. *The Journal of Developing Areas*, *50*(5), 461–468. https://doi.org/10.1353/jda.2016.0029

Hoechle, D. (2007). Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence.<http://feb.kuleuven.be/public/n12111/xtscc_paper>

Hong, K., Lee, J.-W., & Tang, H. C. (2010). Crises in Asia: Historical perspectives and implications. *Journal of Asian Economics*, *21*(3), 265–279. https://doi.org/10.1016/j.asieco.2009.07.006

HV, V., Thompson, F., & Tonby, O. (2014). Understanding ASEAN: Seven things you need to know | McKinsey & Company. Retrieved April 25, 2018, from https://www.mckinsey.com/industries/public-sector/our-insights/understanding-asean-seven-things-you-need-to-know

Irwadi, M., & Choiruddin, S. (2015). Analisis Pengaruh Manajemen Modal Kerja dan Likuiditas Terhadap Profitabilitas pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode : 2009-2013. Retrieved from http://www.academia.edu/15602007/analisis\_pengaruh\_manajemen\_modal\_kerja\_dan\_likuiditas\_terhadap\_profitabilitas\_pada\_perusahaan\_yang\_terdaftar\_di\_bursa\_efek\_indonesia\_periode\_2009-2013

Johnson, R., & Soenen, L. (2003). Indicators of Successful Companies. *European Management Journal*, *21*(3), 364–369. https://doi.org/10.1016/S0263-2373(03)00050-1

Kautsari, K. B. (2013). Pengaruh Manajemen Modal Kerja Terhadap Profitabilitas Perusahaan pada Perusahaan Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, 14.

Keat, H. S. (2009). The Global Financial Crisis: Impact on Asia and Policy Challenges Ahead. *Economic Resesarch,* 267-276

Korajczyk, R. A., & Levy, A. (2003). Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, *68*(1), 75–109. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00249-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X%2802%2900249-0)

Kuncoro, Mudrajad. (2009). Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi. Jakarta: Erlangga.

Kuncoro, M. (2013). Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi, (4). Jakarta: Erlangga.

Morgan, D. P. (1991). Will Just-In-Time Inventory Techniques Dampen Recessions?” *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*

Lyroudi, K & Lazaridis (2000).The Cash Conversion Cycle and Liquidity Analysis of the Food Industry in Greece. *EFMA 2000 Athens.*

Magpayo, C. L. (2010). Effect of Working Capital Management and Financial Leverage on Financial Performance of Philippine Firms, 9.

Mun, S. G., & Jang, S. (Shawn). (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

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1983). Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, 62.

Pais, M. A., & Gama, P. M. (2015). Working capital management and SMEs profitability: Portuguese evidence. *International Journal of Managerial Finance*, *11*(3), 341–358. https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2014-0170

Rappaport, A. (1999). *Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors*. Simon and Schuster.

Rasiah, R., Cheong, K. C., & Doner, R. (2014). Southeast Asia and the Asian and Global Financial Crises. *Journal of Contemporary Asia*, *44*(4), 572–580. https://doi.org/10.1080/00472336.2014.933062

Salman, F., Chivakul, M., & Llaudes, R. (2010). The Impact of the Great Recessionon Emerging Markets. *IMF Working Papers*, *10*(237), 1. https://doi.org/10.5089/9781455209378.001

Sharma, A.K. and Kumar, S. (2011), “Effect of working capital management on firm profitability: empirical evidence from India”, Global Business Review, Vol. 12 No. 1, pp. 159-173.

Simon, D. (1997). The Urban Challenge in Africa: Growth and Management of Its Large Cities. *World Enviromental Gallery*

Subramanyam, K. R., & Wild, J. J. (2009). *Financial statement analysis* (10. ed). Boston: McGraw-Hill Irwin.

Sugiyono. (2006). Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D. Bandung: Alfabeta.

Sugiyono. (2010). Metode Penelitian Kuantitatif dan Kualitatif dan R&D. Bandung: Alfabeta.

Tran, H., Abbott, M., & Jin Yap, C. (2017). How does working capital management affect the profitability of Vietnamese small- and medium-sized enterprises? *Journal of Small Business and Enterprise Development*, *24*(1), 2–11. https://doi.org/10.1108/JSBED-05-2016-0070

Ukaegbu, B. (2014). The significance of working capital management in determining firm profitability: Evidence from developing economies in Africa. *Research in International Business and Finance*, *31*, 1–16. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.11.005

Vahid, T. K., Elham, G., Mohsen, A. khosroshahi, & Mohammadreza, E. (2012). Working Capital Management and Corporate Performance: Evidence from Iranian Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, *62*, 1313–1318. https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.225

Wasiuzzaman, S. (2015). Working capital and firm value in an emerging market. *International Journal of Managerial Finance*, *11*(1), 60–79. https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2013-0016

Wibowo, A., & Wartini, S. (2012). Efisiensi Modal Kerja, Likuiditas dan Leverage terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Jurnal Dinamika Manajemen*, *3*(1). Retrieved from https://journal.unnes.ac.id/nju/index.php/jdm/article/view/2459

Wibowo, M. G. (2017). Public Debt and Economic Growth in The SouthEast Asian Countries. *SIGNIFIKAN: Jurnal Ilmu Ekonomi*, *6*(1). https://doi.org/10.15408/sjie.v6i1.4779

Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2014). The impact of cash conversion cycle on firm profitability: An empirical study based on Swedish data. *International Journal of Managerial Finance*, *10*(4), 442–452. https://doi.org/10.1108/IJMF-12-2013-0137