



RESESI DAN DAMPAKNYA PADA HUBUNGAN MANAJEMEN MODAL KERJA DAN PROFITABILITAS

Flora Dhamayanti¹, Clara Senlia², Rinaningsih Rinaningsih³, dan Retno Yuliati^{4*}
¹flora.dhamayanti@gmail.com, ²clarasenia@gmail.com, ³rinaningsih@pmbs.ac.id,
⁴retno.yuliati@prasetyiamulya.ac.id
^{1,2,3,4}Universitas Prasetya Mulya, Indonesia
*Penulis Korespondensi

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. Manajemen modal kerja diukur dengan cash conversion cycle dan profitabilitas diukur dengan return on assets. 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

Abstract

This study examines the impact of recession on the relationship of working capital management and profitability. Working capital management is measured by cash conversion cycle and return on assets is a proxy for 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

PENDAHULUAN

Penelitian ini menganalisis pengaruh antara manajemen modal kerja dan profitabilitas, serta menganalisis efek moderasi kondisi resesi pada hubungan manajemen modal kerja dan profitabilitas. 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 pemeliharaan (*maintenance expense*), sehingga menurunkan profitabilitas (Yazdanfar & Öhman, 2014). 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 efisien. Oleh karena itu, penelitian yang menguji hubungan modal kerja dan profitabilitas pada kondisi resesi di kawasan tersebut penting untuk dilakukan.

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 (Enqvist *et al.*, 2014; Haron & Nomran, 2016).

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 tersebut, menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan efisiensi pada modal kerja akan memperoleh profitabilitas yang lebih baik. Penelitian yang dilakukan pada beberapa negara di Asia Tenggara, seperti yang dilakukan oleh Appuhami (2008) di Thailand, Haron & Nomran (2016) di Malaysia, serta Tran *et al.* (2017) di Vietnam, menunjukkan bahwa masih banyak perusahaan di Asia Tenggara yang belum menerapkan pengelolaan modal kerja yang efisien. Hal tersebut terlihat dari masih tingginya angka dari *cash conversion cycle* di negara-negara tersebut, padahal, Asia Tenggara merupakan kawasan yang

tengah mengalami pertumbuhan yang pesat dan rentan terhadap dampak krisis ekonomi global (Hong, Lee, & Tang, 2010).

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 (Ukaegbu, 2014; azdanfar dan Öhman, 2014; Pais dan Gama, 2015; Wasiuzzaman, 2015; Haron dan Nomran, 2016; dan Tran *et al.*, 2017), masih sedikit yang membahas mengenai pengaruh kondisi ekonomi terhadap hubungan kedua variabel tersebut (Enqvist *et al.*, 2014). Oleh karena itu, penelitian untuk menguji hubungan modal kerja dan profitabilitas pada kondisi resesi di kawasan tersebut menjadi semakin penting. Berdasarkan latar belakang tersebut dapat dirumuskan pertanyaan penelitian, apakah manajemen modal kerja berpengaruh terhadap profitabilitas? Apakah kondisi ekonomi mempengaruhi hubungan antara manajemen modal kerja dan profitabilitas?

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.

TINJAUAN PUSTAKA

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), dan Haron dan Nomran (2016) 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 kerja 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.

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 debitor 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.

Bentuk pengelolaan atas pendanaan internal dilakukan melalui manajemen modal kerja (Wasiuzzaman, 2015). Komponen-komponen dari modal kerja adalah kas, piutang, persediaan, dan utang jangka pendek (Mun & Jang, 2015). Dengan melakukan pengelolaan atas modal kerja, perusahaan dapat meminimalisasi penggunaan pendanaan eksternal dan mengurangi beban-beban yang dapat mengurangi tingkat profitabilitas. Faktor tersebut akan mendorong perusahaan untuk mengutamakan pendanaan internal terlebih dahulu, sejalan dengan teori *Pecking Order*.

Cash Conversion Cycle dan Profitabilitas

Berdasarkan teori *Pecking Order*, perusahaan akan mengutamakan pendanaan internalnya sehingga tidak perlu memberikan informasinya ke pihak luar karena akan mengurangi daya saing perusahaan. Selain itu, dengan pendanaan internal akan mengurangi beban-beban seperti beban bunga yang akan meningkatkan profitabilitas. Pengelolaan pendanaan internal dilakukan melalui manajemen modal kerja. 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. Oleh karena itu, CCC dapat digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mengelola komponen-komponen dari modal kerja, yaitu: kas, piutang, dan utang jangka pendek (Charitou et al., 2012).

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). Di samping itu, memiliki modal kerja yang besar terutama dalam bentuk persediaan akan meningkatkan biaya pemeliharaan (*maintenance*) dari aset-aset tersebut, seperti beban sewa. Dengan demikian, profitabilitas yang maksimal akan dicapai ketika perusahaan mempercepat periode perputaran modal kerjanya. Maka, efisiensi pengelolaan modal kerja melalui percepatan CCC dapat dilakukan untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan.

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. Penelitian yang dilakukan oleh Ukaegbu (2014), Vahid et al. (2012), Pais dan Gama (2015), Vu dan Phan (2016) menemukan adanya hubungan negatif antara *days of inventory* dan profitabilitas. 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 receivable*. 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.

Penelitian yang dilakukan oleh Ukaegbu (2014), Vahid *et al.* (2012), Pais dan Gama (2015), Vu dan Phan (2016) 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 pentingnya 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.

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. Penurunan daya beli dan keterbatasan akses terhadap kapital menjadi dua faktor yang akan menunjukkan bahwa hubungan antara CCC dan ROA akan semakin kuat pada saat resesi. Maka hipotesis kedua dari penelitian ini adalah:

H2: Kondisi 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 mahalanya sumber pendanaan eksternal. Menurut Haron dan Nomran (2014), semakin lama waktu bagi perusahaan untuk membayar utangnya, maka profitabilitas perusahaan akan

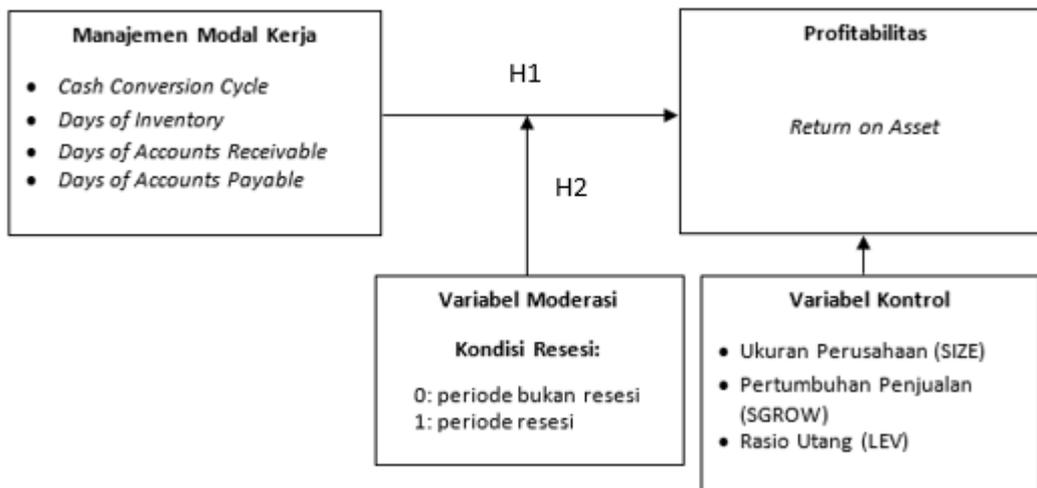
semakin meningkat. Dengan semakin memperpanjang periode pembayaran utang, perusahaan dapat menjaga level likuiditasnya dan terhindar dari beban bunga pendanaan eksternal, sehingga tingkat profitabilitas dapat tetap terjaga (Tran *et al.*, 2014).

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

Kerangka Pemikiran

Gambar 1 mendeskripsikan kerangka pemikiran dari penelitian ini dimana manajemen modal kerja memiliki pengaruh terhadap profitabilitas yang dimoderasi oleh kondisi resesi. Penelitian ini menggunakan variable kontrol ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, dan rasio utang.

Gambar 1. Kerangka Pemikiran



Sumber: Data Diolah (2020)

METODOLOGI PENELITIAN

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.

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. Perusahaan 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). Tabel 1 menunjukkan total 3.012 perusahaan perusahaan yang dijadikan sampel penelitian ini.

Tabel 1. Perolehan Sampel Penelitian

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

Sumber: Data Diolah (2020)

Tabel 2 menjelaskan operasionalisasi variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Operasionalisasi variabel penelitian ini terdiri dari variable independent, variabel dependen, variabel moderasi, dan variable kontrol.

Tabel 2. Operasionalisasi Variabel

Variabel	Keterangan	Pengukuran	Sumber
Variabel Dependen			
Profitabilitas	Profit yang dihasilkan berdasarkan angka akuntansi	$Return\ on\ Assets = \frac{NetIncome}{TotalAssets}$	Eqnvist <i>et al.</i> , 2014 dan Kautsari, 2013
Variabel Independen (Manajemen Modal Kerja)			
<i>Cash conversion cycle</i> (CCC)	Periode yang dibutuhkan untuk mengkonversi kas menjadi penjualan	$CCC = Days\ of\ Inventory + Days\ of\ Receivable - Days\ of\ Payable$	Gitman, 1974
<i>Days of inventory</i> (DOI)	Periode yang dibutuhkan untuk mengkonversi inventori menjadi penjualan	$DOI = \frac{365 \times Average\ Inventory}{Total\ Cost\ of\ Goods\ Sold}$	Kautsari, 2013
<i>Days of accounts receivable</i> (DOR)	Waktu yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk mengkonversi piutang menjadi kas	$DOR = \frac{365 \times Average\ Receivable}{Sales}$	Kautsari, 2013

Variabel	Keterangan	Pengukuran	Sumber
<i>Days of accounts payable</i> (DOP)	Waktu yang diperlukan oleh perusahaan untuk melunasi utang usahanya	$DOP = \frac{365 \times \text{Average Payable}}{\text{Sales}}$	Kautsari, 2013
Variabel Moderasi			
Kondisi resesi (RESESI)	Belum ada definisi yang resmi mengenai resesi (Claessens & Kose, 2009). Tetapi pada umumnya, kondisi resesi ditandai dengan me-nurunnya GDP dalam dua kuartal berturut-turut.	<i>Variabel dummy</i> , 0 : bukan kondisi resesi 1 : kondisi resesi	Eqnvist <i>et al.</i> , 2014
Variabel Kontrol			
Ukuran perusahaan (SIZE)	Ukuran perusahaan dapat diukur dari penjualan.	SIZE = Ln (Sales)	Eqnvist <i>et al.</i> , 2014 dan Abuzayed (2013)
<i>Growth opportunities</i> (SGROW)	Pertumbuhan perusahaan diukur dari pertumbuhan penjualan.	$SGROW = \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$	Opler, Pinkowitz, Stulz, dan Williamson (1997)
<i>Leverage</i> (LEV)	kemampuan perusahaan untuk memenuhi tanggung jawab keuangannya	$LEV = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$	Abuzayed (2012)

Sumber: Data Diolah (2020)

Analisis Data

Penelitian ini dianalisis dengan menggunakan regresi data panel. Pengujian pemilihan model dilakukan untuk mengetahui model terbaik untuk menganalisis data panel. Berdasarkan uji pemilihan model, model terbaik yang digunakan adalah *fixed effect* untuk Rumus 1 dan Rumus 2. Rumus 1 digunakan untuk menganalisis hipotesis 1 dan 2, sedangkan Rumus 2 digunakan untuk menganalisis turunan dari model 1 dan 2. Data juga lelah melalui uji asumsi klasik agar mencapai BLUE (*Best, linear, and unbiased estimator*) (Gujarati dan Porter, 2009).

Rumus 1. Model Penelitian 1

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 RESESI_{it} + \beta_3 CCC_{it} * RESESI_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 SGROW_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

Rumus 2. Model Penelitian 2

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 DOI_{it} + \beta_2 DOR_{it} + \beta_3 DOP_{it} + \beta_4 RESESI_{it} + \beta_5 DOI_{it} * RESESI_{it} + \beta_6 DOR_{it} * RESESI_{it} + \beta_7 DOP_{it} * RESESI_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} SGROW_{it} + \varepsilon_{it} \dots (2)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data Deskriptif

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. 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

Catatan:

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.

Sumber: Data Diolah (2020)

Dari Tabel 3, 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-Kraay (Hoachle, 2007).

Tabel 4. Rata-Rata Variabel Utama Negara Sampel (1)

SAMPSEL	RATA-RATA CCC		RATA-RATA DOI		RATA-RATA DOR	
	TIDAK RESESI	RESESI	TIDAK RESESI	RESESI	TIDAK RESESI	RESESI
Gabungan	71,89	74,71	61,08	63,74	52,82	55,48
Indonesia	52,50	47,84	51,24	47,93	36,30	39,08
Singapura	66,21	69,91	57,35	60,95	52,43	52,67
Negara Malaysia	97,66	100,87	74,46	78,51	68,96	71,17
Thailand	59,43	65,56	52,59	57,17	37,95	42,77
Filipina	49,46	55,84	57,56	59,26	61,52	66,23

Sumber: Data Diolah (2020)

Tabel 4 menunjukkan perbandingan rata-rata CCC saat kondisi resesi dan tidak resesi. Ketika resesi, CCC yang dimiliki oleh seluruh perusahaan sampel lebih lama daripada CCC pada kondisi bukan resesi. Kondisi resesi menyebabkan penurunan permintaan dari masyarakat. Oleh karena itu, perusahaan membutuhkan waktu yang lebih panjang untuk mengkonversi aset-asetnya menjadi kas. Dapat dilihat pada Tabel 4, seluruh sampel menunjukkan peningkatan DOI ketika resesi terjadi dan pergerakan ini berlanjut hingga resesi berakhir. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat perlambatan perputaran persediaan selama resesi berlangsung.

Tabel 5. Rata-Rata Variabel Utama Negara Sampel (2)

SAMPSEL	RATA-RATA DOP		RATA-RATA ROA	
	TIDAK RESESI	RESESI	TIDAK RESESI	RESESI
Gabungan	41,39	42,50	-56,49	2,81
Indonesia	34,39	35,76	2,22	3,18
Singapura	43,14	42,96	-1,61	2,67
Negara Malaysia	45,29	48,12	-172,81	2,93
Thailand	31,53	34,02	2,91	2,79
Filipina	63,08	55,63	1,38	2,00

Sumber: Data Diolah (2020)

Secara keseluruhan, DOR yang dimiliki oleh negara sampel memiliki waktu yang lebih lama ketika resesi dibandingkan dengan waktu ketika resesi tidak terjadi. Kondisi resesi menyebabkan debitur kesulitan untuk melunasi utangnya

kepada perusahaan. Hal ini kemudian berdampak terhadap DOR yang melambat ketika resesi terjadi. Dilihat per masing-masing negara pada Tabel 5, negara-negara yang menjadi sampel penelitian juga menunjukkan hasil yang sama. Rata-rata nilai DOR lebih lama ketika resesi dibandingkan dengan kondisi bukan resesi. Begitu pula yang terjadi dengan DOP. DOP lebih lama ketika resesi dibandingkan dengan kondisi bukan resesi. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa kondisi resesi mendorong perusahaan untuk memperlambat pembayaran utang kepada pemasok.

Tabel 6. Matriks Korelasi

	ROA	CCC	DOI	DOR	DOP	LEV	SIZE
CCC	0,0013						
DOI	0,0042	0,7813					
DOR	-0,0071	0,4958	0,0930				
DOP	-0,0046	-0,1519	0,1374	0,3870			
LEV	-0,8224	-0,0113	-0,0092	-0,0103	-0,0045		
SIZE	0,0530	-0,0218	0,1192	-0,2521	-0,0776	-0,0434	
SGROW	-0,0003	-0,0017	-0,0005	-0,0072	-0,0061	-0,0005	-0,0106

Catatan:

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.

Sumber: Data Diolah (2020)

Tabel 6 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.

Tabel 7. Hasil Regresi

Independent Variabel	Model (1) Fixed Effect		Model (2) Fixed Effect	
	Coef.	p-val	Coef.	p-val
CCC	0,0013	0,0250**		
RESESI	0,3509	0,1580		
CCC*RESESI	-0,0001	0,8290		
DOI			0,0043	0,0050***
DOR			0,0020	0,0060***
DOP			0,0032	0,0600**
RESESI			0,5565	0,0490**
DOI*RESESI			0,0029	0,0040***
DOR*RESESI			-0,0058	0,1060
DOP*RESESI			-0,0011	0,0530
LEV	-5,7197	0,0000***	-5,8072	0,0000***
SIZE	0,9476	0,0000***	0,9038	0,0000***
SGROW	0,0457	0,0000***	0,0470	0,0000***
KONSTANTA	0,3123	0,4980	0,0168	0,9740
Prob > F	0,0000		0,0000	
Within R-squared	0,1852		0,1905	

Catatan:

*** 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

Sumber: Data Diolah (2020)

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 7 dapat dilihat bahwa CCC memiliki hubungan yang positif terhadap ROA ($\beta=0.0013$; $p\text{-value}=0.025$). 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 ($P\text{-value}=0.829$). 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.

Cash Conversion Cycle dan Profitabilitas

Tabel 7 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). Hipotesis awal memperkirakan bahwa hubungan di antara *cash conversion cycle* dan profitabilitas adalah hubungan yang negatif signifikan. Hal tersebut didasarkan pada pandangan bahwa semakin panjang periode *cash conversion cycle*, maka kas perusahaan dibiarkan menganggur dalam bentuk aset yang tidak mendatangkan profit bagi perusahaan (Tran *et al.*, 2014). Namun, berdasarkan hasil penelitian ini, hal tersebut tidak berlaku bagi perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara.

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.

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.

Hasil regresi juga menunjukkan bahwa perusahaan di Asia Tenggara cenderung memiliki perputaran persediaan yang lambat. Sesuai dengan statistik deskriptif penelitian ini, persediaan yang dimiliki perusahaan di Asia Tenggara berada di penyimpanan rata-rata selama lebih dari dua bulan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Haron dan Nomran (2016) di Malaysia, serta Appuhami (2008) di Thailand. Penelitian yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan di kawasan tersebut menjelaskan bahwa umumnya perusahaan di Asia Tenggara masih belum menerapkan sistem pengelolaan persediaan yang baik. Oleh karena itu, perusahaan memilih untuk memperpanjang periode perputaran persediaan sebagai upaya dalam menghindari *stock out* dan memaksimalkan keuntungan.

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. Hasil dari penelitian tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Abuzayed di Jordan (2012). 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.

Days of Payable dan Profitabilitas

Hubungan di antara DOP dan profitabilitas merupakan hubungan yang positif, maka hipotesis H1c diterima. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Haq *et al.* (2011). Perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara menunggu lebih lama untuk membayar utangnya. Hasil statistik deskriptif juga menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan di Asia Tenggara membutuhkan waktu 2 bulan untuk melunasi utang-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.

Kondisi Resesi Memperkuat Hubungan Cash Conversion Cycle dan Profitabilitas

Hasil regresi menunjukkan kondisi resesi tidak memoderasi hubungan CCC dan profitabilitas. Penelitian yang dilakukan Enqvist *et al.* (2014) juga menunjukkan hasil yang serupa. 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.

Strategi yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan profitabilitas pada saat resesi adalah dengan mempercepat perputaran persediaan, sehingga mengurangi beban-beban operasi (Tran *et al.*, 2017). Namun, kondisi ideal tersebut akan sulit untuk diterapkan karena daya beli masyarakat mengalami penurunan saat resesi terjadi (Enqvist *et al.*, 2014). Hal tersebut menjadi faktor lain yang mendukung pernyataan bahwa kondisi resesi tidak memoderasi hubungan modal kerja. Kondisi tersebut sesuai dengan data dari statistik deskriptif yang menunjukkan adanya perpanjangan periode CCC saat resesi terjadi.

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. Penelitian ini serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Ukaegbu (2014). 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. Hal ini dapat dilihat pada statistik deskriptif penelitian ini yang menunjukkan nilai DOI pada masa resesi yang lebih panjang dibandingkan dengan kondisi tidak resesi. 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.

Kondisi Resesi Memperkuat Hubungan Days of Receivable dan Profitabilitas

Tabel 7 menunjukkan bahwa kondisi resesi tidak memoderasi hubungan antara *days of receivable* dan profitabilitas, sehingga hipotesis H2b ditolak. Hasil ini juga serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Enqvist *et al.* (2014). 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. Strategi ini dapat dilihat pada statistik deskriptif penelitian (Tabel 4) yang menunjukkan rata-rata periode DOR pada perusahaan di Asia Tenggara ketika resesi yang lebih panjang dibandingkan dengan kondisi tidak resesi. 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.

Kondisi Resesi Memperkuat Hubungan Days of Payable dan Profitabilitas

Hasil regresi (Tabel 7) juga menunjukkan bahwa kondisi resesi tidak memoderasi hubungan antara *days of payable* dan *return on assets* pada perusahaan di Asia Tenggara, maka hipotesis H2c ditolak. Kondisi resesi yang tidak dapat memoderasi hubungan antara DOP dan ROA juga ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Enqvist *et al.* (2014). 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.

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 manajemen modal kerja yang diukur dengan *cash conversion cycle*, *days of inventory*, *days of receivable*, dan *days of payable* terhadap profitabilitas yang diukur dengan *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*.

Hasil penelitian ini memberikan implikasi tidak hanya bagi perusahaan, tetapi juga bagi investor. 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 perusahaan 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. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan pendekatan lain, seperti fluktuasi GDP untuk 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*.

DAFTAR PUSTAKA

- 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>
- 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.
- 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>
- 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>
- 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., 2003. Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *J. Business Finance Acc* 30 (4), 573-587.
- 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>
- 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>
- 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>
- 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](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.
- 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(02)00249-0)
- Kuncoro, Mudrajad., 2009. Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi. Jakarta: Erlangga.
- Morgan, D. P., 1991. Will Just-In-Time Inventory Techniques Dampen Recessions?" *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*
- Lyrroudi, 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., 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>

- 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*
- Sugiyono., 2006. Metode Penelitian Kuantitatif 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>
- 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>

Halaman ini sengaja dikosongkan
untuk kepentingan penggenapan halaman