



STUDI LITERATUR PROFITABILITAS PERUSAHAAN PADA MANAJEMEN MODAL KERJA DAN STRUKTUR MODAL

Muhammad Fikri Aransyah

fikry.aransyah@fisip.unmul.ac.id

Universitas Mulawarman
Jl. Kuaro, Gn. Kelua, 75119
Kabupaten Paser, Provinsi Kalimantan Timur
Indonesia

Received Date : 10.11.2019

Revised Date : 07.12.2020

Accepted Date : 23.12.2020

PROGRAM STUDI MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS KOMPUTER INDONESIA
BANDUNG

ABSTRACT

Although there have been many studies between working capital and company performance on profitability throughout the world that have been done, the majority of the research findings still have a phenomenon that is the recognition of working capital as one of the essential variables for managing company profitability. This research aims to review, analyze, summarize, and express on past empirical research from various countries to help future researchers make decisions about working capital management and capital structure on company profitability. The literature review examines research with the corporate performance keyword in terms of working capital management and capital structure. The results show a different relationship between working capital and capital structure on profitability so none agreement could be reached. This study also provides a more in-depth description to explain this phenomenon and helped to research using working capital and capital structure in determining its affect into company profitability.

Keywords: Profitability, Working Capital Management, Capital Structure, and Literature Review

ABSTRAK

Walaupun telah banyak penelitian antara modal kerja dan kinerja perusahaan terhadap profitabilitas di seluruh dunia yang telah dilakukan, namun mayoritas temuan penelitian tersebut masih memiliki fenomena yakni pengakuan modal kerja sebagai salah satu variabel penting untuk mengelola profitabilitas perusahaan. Riset ini bertujuan untuk meninjau, menganalisis, meringkas, dan mengekspresikan pada penelitian empiris masa lalu dari berbagai negara untuk membantu para peneliti di masa depan untuk membuat keputusan tentang manajemen modal kerja dan struktur modal pada profitabilitas perusahaan. Penelitian literatur ini mengkaji penelitian yang bertemakan kinerja perusahaan dalam hal profitabilitas, manajemen modal kerja dan struktur modal. Hasil menunjukkan hubungan yang berbeda antara modal kerja dan struktur modal pada profitabilitas sehingga tidak ada kesepakatan tercapai. Kajian ini juga memberikan gambaran yang lebih dalam untuk menjelaskan fenomena ini dan membantu pada penelitian dengan menggunakan modal kerja dan struktur modal dalam menentukan dampaknya terhadap profitabilitas perusahaan.

Kata Kunci: Profitabilitas, Manajemen Modal Kerja, Struktur Modal, dan Studi Literatur

PENDAHULUAN

Manajemen modal kerja dan struktur modal yang terorganisasi dengan baik menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham mereka dan memastikan perusahaan bertahan hidup untuk periode waktu yang lebih lama. Struktur modal adalah aspek utama pengambilan keputusan keuangan dalam dunia keuangan perusahaan. Jika perusahaan tidak dapat memenuhi pembayaran utang periodik mereka, maka mereka akan menghadapi biaya kesulitan keuangan (Thim, Choong, & Nee, 2011). Selain tujuan utama perusahaan adalah untuk mendapatkan laba yang lebih tinggi, perusahaan juga harus tahu bahwa menjaga likuiditas perusahaan adalah strategi utama lain untuk mendapatkan laba dengan menurunkan biaya likuiditas. Oleh karena itu, perusahaan perlu menyeimbangkan antara dua kriteria ini ketika menerapkan strategi perusahaan (Makori & Jagongo, 2013).

Dalam lingkungan bisnis yang kompetitif dan global saat ini, kelangsungan hidup perusahaan semakin tidak pasti meskipun laporan keuangan perusahaan menunjukkan angka positif. Sebelum krisis keuangan Asia pada pertengahan 1997, Indonesia memiliki fundamental ekonomi yang kuat. Namun, setelah krisis, sebagian besar perusahaan terpengaruh dimana perusahaan direstrukturisasi dan untuk kasus yang paling serius, yaitu jatuh bangkrut. Kebangkrutan adalah keputusan bisnis yang parah dimana perusahaan menyatakan ketidakmampuan mereka untuk memenuhi kewajiban keuangan dan gagal mendapatkan perlindungan dari kreditor mereka (Yang, Birge, & Parker, 2015). Meskipun semakin banyak penelitian yang telah dilakukan antara modal kerja dan kinerja perusahaan di seluruh dunia, temuan studi ini masih kurang meyakinkan, terutama dalam pengakuan modal kerja sebagai salah satu variabel penting untuk mengelola profitabilitas perusahaan. Selain itu, hubungan antara struktur modal dan profitabilitas perusahaan masih kontroversial saat ini.

Selain itu, kajian ini akan memberikan beberapa informasi penting kepada pembuat keputusan terutama manajer keuangan dan perencana kebijakan perusahaan. Oleh karena itu, manajer keuangan dapat memiliki wawasan yang lebih baik untuk menciptakan strategi dan solusi yang lebih baik yang dapat meningkatkan kekayaan perusahaan dan dengan keuntungan di masa depan. Kajian ini dapat memberikan kontribusi kepada investor yang berinvestasi dan meningkatkan investasi mengarah pada bagian dari pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Selain itu, penelitian ini dapat berkontribusi bagi para pembuat kebijakan untuk memahami tren perusahaan di masa lalu dan menghasilkan kebijakan atau proposal yang lebih baik untuk mengelola manajemen modal kerja dan struktur modal secara efisien.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Trade Off

Teori *Trade Off* adalah konsep suatu perusahaan untuk memilih jumlah ekuitas keuangan dan utang keuangan yang harus digunakan masing-masing

untuk menyeimbangkan biaya dan keuntungan. Teori ini mengasumsikan bahwa seorang manajer menempatkan rasio utang target untuk menukar biaya (biaya kebangkrutan) dan manfaat (keuntungan pajak) dalam hal pembiayaan utang (Glover & Hambusch, 2014). Berdasarkan teori ini, pembiayaan utang lebih disukai bagi perusahaan untuk meningkatkan pendapatan mereka jika dibandingkan dengan pembiayaan ekuitas. Alasannya adalah utang dipandang sebagai keuntungan ketika pajak penghasilan badan ditambahkan karena berfungsi untuk menetralkan sistem pajak imputasi. Pembayaran bunga atas hutang dapat dikurangkan. Oleh karena itu, perusahaan lebih cenderung menggunakan pembiayaan utang sampai pada titik dimana kemungkinan kebangkrutan menjadi cukup besar untuk mengimbangi keuntungan pajak dari penggunaan utang. Teori ini memberikan ringkasan hubungan antara nilai perusahaan dan struktur modal. Modigliani dan Miller (1958) menunjukkan bahwa efek bersih pajak terhadap nilai perusahaan akan sama dengan nol ketika pajak perusahaan dan pribadi diperhitungkan (Terra, 2008).

Teori *Trade Off* memprediksi ada hubungan positif antara profitabilitas dan leverage perusahaan (Glover & Hambusch, 2014). Ini berbeda dengan Teori Pecking Order. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Aqilah & Ainna (2014), mereka menemukan bahwa hubungan positif antara profitabilitas dan leverage perusahaan ada karena penggunaan utang dapat memberikan manfaat kepada perusahaan dalam hal perisai pajak atas pembayaran bunga. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian dari Jaisinghani & Kanjilal, (2017). Mereka juga menemukan bahwa manfaat dari hutang yang dapat dinikmati oleh perusahaan adalah keuntungan pelindung pajak yang terkait dengannya. Ini karena bunga yang dibayarkan kepada pemegang utang dapat dikurangkan dari laba kotor sebelum menghitung kewajiban pajak perusahaan di sebagian besar negara. Namun, Frank & Goyal (2009) menyatakan bahwa harus ada hubungan negatif antara profitabilitas dan leverage perusahaan. Alasannya adalah perusahaan tidak menyesuaikan struktur modal secara instan ketika penurunan hutang dan peningkatan ekuitas diperhatikan.

Menurut teori ini, perusahaan dengan profitabilitas tinggi harus terdiri dari lebih banyak utang karena perisai pajak yang diharapkan lebih tinggi dan biaya kebangkrutan yang diharapkan lebih rendah (Glover & Hambusch, 2014). Di sisi lain, teori ini menyebutkan bahwa kenaikan tingkat hutang dapat mengecilkan nilai perusahaan dengan penambahan biaya agensi dan kesulitan keuangan. Misalnya, perusahaan akan menghadapi biaya kebangkrutan yang lebih tinggi jika mereka tidak dapat melakukan kewajiban pembayaran bunga mereka terutama selama resesi ekonomi. Dengan demikian, adalah suatu keharusan bagi perusahaan untuk menemukan keseimbangan dimana tingkat utang mampu mengimbangi biayanya (Aqilah & Ainna, 2014). Dengan kata lain, manfaat dan biaya hutang harus dinilai dengan cara yang tepat untuk mencapai struktur modal yang optimal. Ketika suatu perusahaan dinyatakan

pada nilai maksimum dalam hal hutang, semakin banyak penggunaan hutang akan menjadi biaya tambahan bagi perusahaan (Ahmad & Rahim, 2013).

Teori Pecking Order

Teori Pecking Order yang dikembangkan setelah Teori Trade-off telah menjadi prinsip keuangan populer yang mendukung perusahaan untuk memilih struktur modal mereka dalam hal membahas perilaku pembiayaan perusahaan. Teori ini terutama didasarkan pada masalah informasi asimetris. Menurut Myers (1984), perusahaan tidak memiliki rasio utang ideal yang terdefinisi dengan baik. Ini kontras dengan Teori Trade Off yang mengharapkan perusahaan akan menyesuaikan rasio utang tertentu. Pada saat yang sama, teori ini menganggap perusahaan akan mengikuti urutan preferensi pembiayaan yang hierarkis. Kategori pertama selalu dari pembiayaan internal yang menggunakan laba ditahan. Ketika pembiayaan internal habis, perusahaan akan memilih untuk menggunakan pembiayaan eksternal yang mengacu pada hutang dan ekuitas. Namun, perusahaan akan menerbitkan utang terlebih dahulu jika dibandingkan dengan ekuitas. Ekuitas hanya dikeluarkan sebagai upaya terakhir (De Jong, Verbeek, & Verwijmeren, 2010).

Berdasarkan teori ini, ada asimetri informasi antara perusahaan dan investor luar mengenai nilai riil dari operasi saat ini dan prediksi di masa mendatang. Perusahaan dengan ukuran lebih kecil memiliki kecenderungan lebih tinggi untuk terjadinya asimetri informasi jika dibandingkan dengan perusahaan besar. Menurut penelitian yang dilakukan oleh (De Jong et al., 2010), mereka menemukan bahwa modal eksternal yang mengacu pada utang dan ekuitas dianggap lebih mahal jika dibandingkan dengan pembiayaan internal seperti menggunakan *retain earning*. Selain itu, potensi dilusi kepemilikan juga dapat terjadi jika dana eksternal dikumpulkan oleh perusahaan.

Asimetri informasi akan mengakibatkan *mispricing* dari ekuitas perusahaan di pasar dan menyebabkan pemegang saham yang ada dapat kehilangan kekayaan mereka. Hal ini disebabkan manajer atau orang dalam memiliki lebih banyak informasi tentang kondisi keuangan perusahaan dan peluang pertumbuhan di masa depan daripada investor (Myers & Majluf, 1984). Myers & Majluf (1984) lebih lanjut menyatakan bahwa sekuritas perusahaan akan dihargai lebih rendah jika perusahaan tertentu mendanai proyek baru melalui penerbitan sekuritas baru karena manajer tidak mungkin secara kredibel mengungkapkan peluang investasi potensial dan aset mereka yang ada kepada calon investor. Akibatnya, orang luar mungkin tidak dapat membedakan antara proyek yang buruk dan yang baik dan dengan demikian menyimpulkan penerbitan surat berharga baru sebagai pertanda buruk bagi perusahaan dan memberi harga surat berharga baru yang sesuai.

Akibatnya, perusahaan hanya dapat mengeluarkan ekuitas dengan harga diskon atau investor akan memerlukan premi untuk berinvestasi untuk

mengkompensasi risiko yang diambil. Teori Pecking Order mengasumsikan ada hubungan negatif antara profitabilitas dan tingkat utang. Dengan kata lain, dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan rasio utang yang lebih tinggi akan memiliki profitabilitas yang lebih rendah dan sebaliknya. Temuan ini dikonfirmasi oleh penelitian dari (Rajan & Zingales, 1995). Dengan demikian, perusahaan yang menguntungkan yang terdiri dari banyak laba ditahan tidak akan tergantung pada pembiayaan eksternal karena masalah informasi asimetris (Jakpar et al., 2017). Akibatnya, teori ini menyarankan perusahaan untuk menggunakan dana internal dalam prioritas untuk melakukan kewajiban utang untuk mengatasi masalah yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam bentuknya yang paling sederhana, model Pecking Order dari pembiayaan perusahaan mengatakan bahwa perusahaan akan mengeluarkan utang jika ada kekurangan kas internal untuk investasi riil dan komitmen dividen. Ekuitas tidak pernah dikeluarkan, kecuali ketika perusahaan hanya dapat menerbitkan obligasi sampah dan biaya kesulitan keuangan tinggi.

Teori Siklus Konversi Kas

Teori *Cash Conversion Cycle* (CCC) atau dikenal dengan Siklus Konversi Kas diprakarsai oleh Richards dan Laughlin. Menurut teori ini, CCC yang terkait dengan aset lancar dan kewajiban lancar paling memakan waktu dan bagian penting ketika manajer membuat keputusan (Richards & Laughlin, 1980). Teori CCC terutama menjelaskan tentang siklus yang dimulai dengan perolehan bahan baku, transformasi atau munculnya produk baru, diikuti oleh pengumpulan piutang dari debitur dan melakukan pembayaran kepada kreditor. Dengan kata lain, teori ini adalah yang paling penting dalam menjelaskan manajemen modal kerja karena berkaitan dengan semua konsep dan komponen (Aminu & Zainudin, 2015). CCC memiliki indikator Days of Sales Outstanding (DSO), Days of Inventory Outstanding (DIO) dan Days of Payable Outstanding (DPO).

Menurut teori ini, harus ada hubungan negatif antara DSO dan profitabilitas. Pada saat yang sama, hubungan negatif juga ada antara DIO dan profitabilitas. Tujuan utama dari teori ini digunakan untuk menganalisis efisiensi manajemen modal kerja perusahaan. Perusahaan dengan manajemen modal kerja yang efisien akan memiliki likuiditas dan profitabilitas yang lebih tinggi, sedangkan manajemen modal kerja yang tidak efisien akan menghasilkan profitabilitas yang lebih rendah dan nilai perusahaan yang lebih rendah (Oseifuah & Gyekye, 2016).

METODE PENELITIAN

Metode ini menggunakan metode riset literatur yang terdiri dari dokumentasi tinjauan komprehensif untuk studi sebelumnya yang dilakukan oleh peneliti yang berbeda pada topik manajemen modal kerja, struktur modal dan profitabilitas perusahaan. Riset literatur adalah penelitian yang diakui

sebelumnya yang telah diterbitkan pada suatu topik untuk menjadi penelitian. Tinjauan literatur menunjukkan beberapa tujuan tentang bagaimana hubungan antara studi sebelumnya dan juga teori-teori yang menyediakan konteks untuk penelitian kami sendiri. Temuan perbandingan hasil di antara para peneliti dan implikasi kebijakan dari studi sebelumnya akan ditekankan dalam diskusi di bagian terselanjutnya. Ini pada dasarnya meninjau, menganalisis, meringkas, dan mengekspresikan pada penelitian empiris masa lalu yang berbeda untuk membantu para peneliti di masa depan untuk membuat keputusan tentang manajemen modal kerja dan struktur modal pada profitabilitas perusahaan. Selain itu, tinjauan literatur dapat memberikan pemahaman terhadap studi ke tingkat yang lebih dalam karena penelitian sebelumnya telah memberikan beberapa rekomendasi tentang bagaimana meningkatkan keterbatasan yang ada yang dihadapi oleh mereka selama penelitian mereka.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Profitabilitas

Perusahaan menggunakan banyak tehnik pengukuran sebagai proksi profitabilitas. Ada beberapa studi empiris yang menggunakan laba operasi kotor, ROA, rasio laba bersih, laba atas ekuitas dan Tobin 'Q untuk mengukur profitabilitas. Menurut (Agha, 2014; Asaduzzaman & Chowdhury, 2014; Mohamad & Saad, 2010; Javid, 2014; Jayarathne, 2014; Kasozi, 2017; Lyngstadaas & Berg, 2016; Makori & Jagongo, 2013; Mehta, 2014; Padachi, 2006; Pais & Gama, 2015; S et al., 2017; Salim & Yadav, 2012; Tufail, 2013; Uchenna, Mary, & Okelue, 2012; Wasiuzzaman, 2015; Zeitun & Tian, 2007), mereka menentukan profitabilitas dengan menggunakan ROA sebagai proksi.

Selanjutnya, beberapa peneliti yang meliputi (Aggarwal & Chaudhary, 2015; Arbidane & Ignatjeva, 2012; Binti Mohamad & Mohd Saad, 2010; Deloof, 2003; Gill, Biger, & Mathur, 2011; Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Ponsian, 2014) menggunakan laba operasi bruto untuk menentukan profitabilitas. Selain itu, hanya ada beberapa peneliti yang menggunakan return on equity sebagai proksi profitabilitas seperti Aravind (2016).

Pengembalian Aset (ROA)

ROA dianggap sebagai pengukuran terbaik di antara laba atas ekuitas, laba bersih, dan laba kotor untuk mengukur profitabilitas perusahaan (Akoto, 2013). Akoto, (2013) menggunakan ROA sebagai proksi untuk mengukur profitabilitas perusahaan. Nilai ROA yang lebih besar lebih baik karena ini membuktikan bahwa perusahaan menghasilkan lebih banyak uang dari asetnya. ROA yang lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata industri menunjukkan penggunaan aset perusahaan yang tidak efisien.

Selain itu, Jakpar et al., (2017) mempelajari 164 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Malaysia yang mencakup 5 tahun dari 2007-2011. Penelitian ini bertujuan untuk menunjukkan bagaimana kinerja perusahaan dalam hal profitabilitas dipengaruhi oleh ROA manajemen modal

kerja juga digunakan sebagai proksi untuk menentukan profitabilitas. Siklus konversi tunai (CCC), periode pengumpulan rata-rata, periode konversi inventaris, dan rasio utang digunakan sebagai variabel eksogen. Peneliti menemukan bahwa CCC tidak signifikan terhadap ROA. Periode pengumpulan rata-rata dan periode konversi persediaan menunjukkan hubungan positif yang signifikan terhadap profitabilitas perusahaan dan sejalan dengan hasil penelitian Agha (2014). Ini berarti bahwa semakin lama periode kredit yang diberikan oleh perusahaan kepada pelanggan mereka, maka semakin tinggi pula profitabilitasnya. Hasilnya tidak sejalan dengan Mansoori & Muhammad, (2012) sebagai periode pengumpulan rata-rata, periode konversi persediaan dan rasio utang menunjukkan hubungan negatif yang signifikan terhadap profitabilitas perusahaan dan CCC tidak signifikan terhadap ROA.

Meskipun demikian, temuan Mehta (2014) menunjukkan bahwa CCC berpengaruh negatif signifikan terhadap ROA, sedangkan komponen CCC, DSO tidak signifikan terhadap ROA tetapi DPO dan DIO negatif signifikan terhadap ROA. Mansoori & Muhammad, (2012) menyebutkan bahwa hubungan negatif dalam DPO dengan ROA adalah karena perusahaan yang kurang menguntungkan perlu mendapatkan periode yang lebih lama untuk membayar kembali tagihan sehingga secara tidak langsung mempengaruhi reputasi perusahaan dan mempengaruhi profitabilitas perusahaan.

Struktur Modal

Profitabilitas suatu perusahaan dipengaruhi secara signifikan oleh sejumlah elemen. Struktur modal dianggap sebagai salah satu faktor penting antara lain. Untuk mengeksplorasi hubungan antara struktur modal dan profitabilitas perusahaan, banyak studi empiris telah dilakukan. Gill et al., (2011) menyatakan bahwa membuat keputusan struktur modal sangat penting bagi organisasi karena akan mempengaruhi profitabilitas perusahaan. Keputusan struktur modal penting dan vital karena perlu meningkatkan dan memaksimalkan pengembalian perusahaan. Karena alasan ini, keputusan struktur modal harus pada kemampuan perusahaan untuk menghadapi lingkungan kompetitifnya. Secara umum, perusahaan memiliki alternatif untuk memilih di antara berbagai sumber struktur modal. Sebagai contoh, perusahaan dapat mengatur pembiayaan sewa, menggunakan waran, menerbitkan obligasi konversi, menandatangani kontrak forward atau pertukaran obligasi perdagangan.

Perusahaan juga dapat memutuskan untuk menerbitkan lusinan sekuritas yang berbeda dalam banyak kombinasi untuk memaksimalkan nilai pasar secara keseluruhan (Gill et al., 2011). Penelitian sebelumnya telah menentukan hubungan antara struktur modal dan profitabilitas perusahaan (Angahar & Ivarave, 2016; Negasa, 2016; Salim & Yadav, 2012; Shubita & Alswalhah, 2012). Semua studi mereka menunjukkan hasil yang signifikan terhadap profitabilitas.

Rasio Utang (DEBT)

Shubita & Alswalhah, (2012) mempelajari sampel dari 39 perusahaan dengan periode enam tahun mengungkapkan hubungan negatif yang signifikan antara DEBT dan pengembalian ekuitas. Di sisi lain, Tufail, (2013) mengukur rasio utang dalam hal total utang terhadap total ekuitas sebagai variabel kontrol untuk menentukan profitabilitas perusahaan. Hasilnya masih menunjukkan hubungan negatif antara rasio utang dan profitabilitas meskipun penelitian ini menggunakan pengukuran yang berbeda dibandingkan yang lain dengan menggunakan total utang terhadap total aset.

Penelitian yang dilakukan oleh Salim dan Yadav (2012) terdiri dari sampel 237 perusahaan yang terdaftar di Bursa Malaysia Stock Exchange yang mencakup dari tahun 1995-2011 menunjukkan bahwa DEBT memiliki hubungan negatif yang signifikan dengan profitabilitas perusahaan. Hasil mereka didukung oleh Zeitun & Tian (2007). Alasan di balik memiliki hubungan negatif adalah karena perusahaan terancam dengan risiko default memiliki pinjaman yang lebih tinggi. Oleh karena itu, ketika hutang meningkat, profitabilitas perusahaan cenderung menurun. Hasil penelitian di atas sesuai dengan temuan (Aggarwal & Chaudhary, 2015; Asaduzzaman & Chowdhury, 2014; Binti Mohamad & Mohd Saad, 2010; Ferati & Ejupi, 2010; Garg & Gumbochuma, 2015; Gill, Biger, Pai, & Bhutani, 2009; Jayarathne, 2014; Kasozi, 2017; Lyngstadaas & Berg, 2016; Mehta, 2014; Rajan & Zingales, 1995; S et al., 2017; Wasiuzzaman, 2015).

Namun demikian, ada beberapa peneliti yang menunjukkan bahwa harus ada hubungan positif antara DEBT dan profitabilitas perusahaan (Dong & Su, 2010; Javid, 2014; Khan, Akash, Hamid, & Hussain, 2011). Penelitian sebelumnya menunjukkan rasio utang memiliki hubungan positif terhadap profitabilitas. Misalnya, Negasa (2016) membuat studi empiris di Perusahaan Manufaktur Swasta Besar Ethiopia. DEBT digunakan sebagai proksi untuk mengukur struktur modal perusahaan dan hasilnya mengidentifikasi hubungan positif antara DEBT dan profitabilitas. Peneliti menyatakan bahwa hasilnya konsisten dengan teori relevansi dari struktur modal bahwa perusahaan dapat menggunakan hutang untuk menurunkan biaya modal mereka dan memaksimalkan nilai perusahaan. Teori trade-off statis memprediksi korelasi positif antara profitabilitas dan DEBT, karena perusahaan berkinerja tinggi memiliki biaya kebangkrutan yang kurang diharapkan.

Di sisi lain, Akoto (2013) dan Raheem Anser (2013) juga melakukan studi tentang hubungan antara DEBT dan profitabilitas perusahaan menggunakan rasio utang sebagai variabel kontrol dan menemukan bahwa itu tidak signifikan dalam mempengaruhi profitabilitas. Hasil ini memberikan rekomendasi bahwa pemilihan hutang sebagai sumber pembiayaan modal harus dilakukan sesuai dengan biaya dan manfaat yang terkait dengan penggunaan hutang.

Manajemen Modal Kerja

Menurut Kasiran, Mohamad, & Chin, (2016), manajemen modal kerja bertindak sebagai salah satu bagian penting dalam keputusan pembiayaan perusahaan karena akan memicu dan memengaruhi kinerja. Bagian penting dalam mengelola modal kerja adalah menjaga likuiditasnya dalam operasi sehari-hari untuk memenuhi kewajiban dan kelancarannya (Akoto, 2013; Zariyawati, Annuar, & Pui-San, 2016). Mohamad & Saad (2010) lebih lanjut menekankan pentingnya dan efektivitas manajemen modal kerja harus menjadi bagian dari proses strategis dan operasional perusahaan. Kebutuhan modal kerja mungkin berbeda dari masing-masing perusahaan. Kelebihan modal kerja akan melemahkan profitabilitas perusahaan sedangkan modal kerja yang memadai akan mengancam solvabilitas perusahaan. Dengan demikian, manajemen modal kerja dapat secara positif atau negatif mempengaruhi keberhasilan berfungsinya suatu perusahaan dengan bergantung pada sifat dari perusahaan tersebut. Sebagian besar penelitian menggunakan DSO, DIO dan DPO sebagai proksi untuk mengukur manajemen modal kerja (Mohamad & Saad, 2010; Dong & Su, 2010; Jayarathne, 2014; Raheem Anser, 2013; Jakpara et al., 2017). Berbagai penelitian telah dilakukan untuk mengidentifikasi hubungan antara manajemen modal kerja dan profitabilitas, dan hasilnya menyarankan bahwa kebijakan manajemen modal kerja bermusuhan meningkatkan profitabilitas perusahaan (Abuzayed, 2012; Gill et al., 2011).

Hasil beberapa penelitian menunjukkan bahwa manajemen modal kerja telah mempengaruhi profitabilitas perusahaan secara positif (Abuzayed, 2012; Aravind, 2016; Asaduzzaman & Chowdhury, 2014; Mohamad & Saad, 2010). Namun, beberapa penelitian (Deloof, 2003; Tufail, 2013) memperoleh hasil yang berlawanan di mana mereka menyimpulkan bahwa harus ada hubungan negatif antara manajemen modal kerja dan profitabilitas.

Days of Sales Outstanding (DSO)

Days of Sales Outstanding (DSO) adalah salah satu variabel yang digunakan untuk mewakili modal kerja dalam penelitian kami. Untuk menghitung rasio ini, jumlah DSO telah digunakan sebagai proksi untuk kebijakan penagihan di mana cara perhitungannya adalah piutang yang dibagi dengan penjualan dan kemudian dikalikan dengan 365 hari. Ini juga disebut sebagai periode penagihan rata-rata yang mengukur hari rata-rata yang diperlukan untuk mengubah piutang perusahaan menjadi uang tunai atau jumlah hari rata-rata dari penagihan pembayaran dari pelanggan (Uchenna et al., 2012). Oleh karena itu, semakin rendah DSO, semakin likuid perusahaan karena mereka bisa mendapatkan kembali pembayaran dalam periode yang lebih pendek. Pada bagian ini, kami akan meninjau studi sebelumnya untuk mengamati apakah DSO mempengaruhi profitabilitas perusahaan secara positif atau negatif. Menurut temuan hasil penelitian menunjukkan hubungan negatif antara DSO dan profitabilitas perusahaan dimana peningkatan DSO akan menyebabkan profitabilitas perusahaan menjadi lebih rendah (Aggarwal & Chaudhary, 2015; Akoto, 2013; Deloof, 2003; Dong & Su, 2010; Gill et al., 2011; Iqbal, Ahmad, & Riaz, 2014; Javid, 2014; Kasozi, 2017; Kumaraswamy,

2016; Lyngstadaas & Berg, 2016; Makori & Jagongo, 2013; Napompech, 2012; Padachi, 2006; Pais & Gama, 2015; Ponsian, 2014).

Hubungan ini ditemukan sebagai harapan umum di mana penting untuk mempersingkat periode mengumpulkan penjualan kredit dari pelanggan sehingga uang tunai dapat digunakan untuk peluang investasi lain yang layak (Wasiuzzaman, 2015). Hasilnya didukung oleh Napompech (2012), di mana waktu pengumpulan piutang yang lebih lama menunjukkan bahwa uang tunai sedang terikat dalam piutang. Jika perusahaan menghadapi situasi ini untuk jangka panjang, itu akan mengurangi kas yang tersedia perusahaan. Oleh karena itu, disarankan bahwa perusahaan harus mempercepat periode pengumpulan piutang sehingga operasi tidak akan terganggu.

Namun, beberapa peneliti menemukan hubungan kontras antara DSO dan profitabilitas perusahaan. Berdasarkan temuan penelitian menunjukkan bahwa hubungan positif harus ada antara DSO dan profitabilitas perusahaan di mana lagi di DSO akan mengarah ke perusahaan dimana menghasilkan profitabilitas menjadi lebih tinggi (Abuzayed, 2012; Asaduzzaman & Chowdhury, 2014; S et al., 2017; Uchenna et al., 2012). Ini bertentangan dengan teori keuangan perusahaan di mana mengatakan bahwa semakin pendek jumlah hari piutang, semakin besar profitabilitas perusahaan (Asaduzzaman & Chowdhury, 2014).

Days of Inventory Outstanding (DIO)

Hubungan antara Days of Inventory Outstanding (DIO) dan profitabilitas perusahaan dipelajari dengan baik di lingkungan yang berbeda. Sebagai contoh, Makori & Jagongo (2013) meneliti pengaruh manajemen modal kerja terhadap profitabilitas perusahaan di mana menggunakan data panel seimbang dari lima perusahaan manufaktur dan konstruksi dari tahun 2003 hingga 2012. Penelitian lain dilakukan oleh Kumaraswamy (2016) yang bertujuan untuk mengetahui dampak manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan semen untuk periode 2008-2014 juga memanfaatkan DIO sebagai salah satu variabel independennya.

Secara teoritis, DIO harus memiliki hubungan negatif dengan profitabilitas perusahaan. Namun, berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya, hubungan antara kedua variabel ini tidak konsisten. Sebagai contoh, temuan empiris mengidentifikasi bahwa DIO mempengaruhi profitabilitas perusahaan secara negative (Samiloglu & Demirgunes, 2008). Sampel mereka didasarkan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Istanbul (ISE) dari tahun 1998 hingga tahun 2007. Hasil yang sama ditemukan oleh Mehta (2014). Kedua penelitian menggunakan variabel yang sama. Perbedaannya adalah bahwa Samiloglu & Demirgunes (2008) melakukan penelitian berdasarkan pada perusahaan manufaktur sedangkan Mehta (2014) didasarkan pada sektor real estat dan konstruksi.

Selain itu, Dong & Su (2010) juga menyatakan hubungan yang sama. Namun, variabel dependen dari penelitian ini adalah laba operasi kotor, sedangkan penelitian dari Samiloglu & Demirgunes (2008) dan Mehta (2014)

didasarkan pada ROA. Selain studi di atas, ada sejumlah studi juga memperoleh hasil yang sama (Aggarwal & Chaudhary, 2015; Deloof, 2003; Lyngstadaas & Berg, 2016; Napompech, 2012; Nishanthini & Nimalathan, 2014; Pais & Gama, 2015; Ponsian, 2014; Samiloglu & Demirgunes, 2008; Wasiuzzaman, 2015).

Di sisi lain, ada penelitian yang mengindikasikan bahwa harus ada hubungan positif antara DIO dan profitabilitas perusahaan. Menurut Jakpar et al. (2017) yang dicakup dari tahun 2007 hingga tahun 2011 dengan menggunakan 164 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Malaysia, mereka menyatakan DIO secara signifikan signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Hasil mereka didukung penelitian di perusahaan manufaktur tetapi di berbagai negara yang masing-masing di Afrika Selatan, India dan Ghana (Akoto, 2013; Kasozi, 2017). Selain itu, hasil yang sama ditemukan di perusahaan farmasi (Agha, 2014). Hubungan positif antara DIO dan profitabilitas didukung oleh penelitian lain (Asaduzzaman & Chowdhury, 2014; Kumaraswamy, 2016; Lorek & Spangenberg, 2014; Makori & Jagongo, 2013; Padachi, 2006).

Namun, beberapa peneliti menemukan bahwa hubungan antara DIO dan profitabilitas perusahaan tidak signifikan. Penelitian dari Gill et al. (2011) berdasarkan 88 perusahaan Amerika dari tahun 2005 hingga 2007 menyatakan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara kedua variabel ini. Javid (2014) juga menunjukkan bahwa tidak ada hubungan antara DIO dan profitabilitas perusahaan.

Days of Payable Outstanding (DPO)

Deloof (2003) menyelidiki sampel dari 1.009 perusahaan besar non-keuangan Belgia untuk periode 1992-1996. Temuan ini menunjukkan hubungan negatif yang sangat signifikan antara profitabilitas dan DPO. Ini dapat dijelaskan dengan perusahaan yang kurang menguntungkan membutuhkan waktu lebih lama untuk membayar tagihan mereka untuk mengambil keuntungan dari periode kredit yang diberikan oleh pemasok mereka. Biaya kredit perdagangan yang diperpanjang akan termasuk dalam biaya barang (Lyngstadaas & Berg, 2016). Dengan demikian, mengurangi kredit perdagangan dan membayar tagihan lebih awal akan menurunkan biaya barang, misalnya dengan menerima diskon pembayaran awal. Ini menjelaskan hubungan negatif antara hari hutang dan profitabilitas seperti yang ditemukan dalam studi mereka pada perusahaan kecil dan menengah Norwegia untuk periode 2010 hingga 2013. Hubungan terbalik antara hari hutang dan profitabilitas didukung oleh studi lainnya (Abuzayed, 2012; Akoto, 2013; Javid, 2014; Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Napompech, 2012; Padachi, 2006; Pais & Gama, 2015; Samiloglu & Demirgunes, 2008; Wasiuzzaman, 2015).

Ini bertentangan dengan penelitian Mathuva (2010) yang menganalisis sampel dari 30 perusahaan yang terdaftar di Nairobi Stock Exchange untuk periode 1993 hingga 2008 dengan menggunakan OLS gabungan dan model

regresi efek tetap. Dia menemukan hubungan positif yang signifikan antara DPO dan profitabilitas (ROA) yang dapat dijelaskan bahwa semakin lama perusahaan memperpanjang pembayarannya, semakin banyak modal kerja yang digunakan untuk meningkatkan penjualan dan dengan demikian meningkatkan laba. Ini didukung oleh temuan Makori & Jagongo (2013) yang mempelajari tentang perusahaan manufaktur dan konstruksi yang terdaftar di Nairobi Securities Exchange, Kenya dan Aggarwal & Chaudhary (2015) di perusahaan India.

Akoto (2013) menyelidiki dampak dari manajemen modal kerja pada profitabilitas 13 perusahaan yang terdaftar di Ghana dari 2005-2009 menggunakan metodologi data panel. Mereka menemukan bahwa hari hutang menunjukkan statistik hubungan positif yang tidak signifikan dengan profitabilitas, membuktikan hari hutang yang diperpanjang membantu dalam menjelaskan keberhasilan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Ghana, tetapi itu bukan faktor utama untuk memperhitungkan dalam meningkatkan keuntungan. Hasilnya sejalan dengan Gill et al., (2011) yang mempelajari sampel perusahaan manufaktur Amerika Serikat yang terdaftar.

KESIMPULAN

Setelah melakukan penelitian literatur, penulis menemukan bahwa sebagian besar peneliti sebelumnya menggunakan modal kerja atau struktur modal dalam menyelidiki hubungan pada profitabilitas perusahaan. Penelitian literatur ini mengkaji kinerja perusahaan dalam hal profitabilitas, manajemen modal kerja (DSO, DIO dan DPO) dan struktur modal (DEBT). Sangat jarang untuk melihat salah satu peneliti menggabungkan modal kerja dan struktur modal dalam mempelajari dampaknya terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, hasil menunjukkan hubungan yang berbeda antara modal kerja dan struktur modal pada profitabilitas di mana tidak ada konsensus tunggal yang dapat dicapai dalam studi ini. Oleh karena itu, ini memberi kita persepsi yang lebih dalam untuk mengisi fenomena ini dan berkontribusi pada penelitian dengan menggunakan modal kerja dan struktur modal dalam menentukan hubungan mereka terhadap profitabilitas perusahaan.

REKOMENDASI

Manajemen modal kerja dan struktur modal dianggap sebagai elemen penting untuk menjaga tingkat profitabilitas perusahaan. Diharapkan temuan dari penelitian literatur ini akan memberikan kontribusi beberapa panduan bagi para peneliti, manajer, akuntan, konsultan bisnis dan profesional dan juga pembuat kebijakan di perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Abuzayed, B. (2012). Working capital management and firms' performance in emerging markets: The case of Jordan. *International Journal of Managerial*

- Finance*. <https://doi.org/10.1108/17439131211216620>
- Aggarwal, A., & Chaudhary, R. (2015). Effect of Working Capital Management on the Profitability of Indian Firms. *IOSR Journal of Business and Management* Ver. IV. <https://doi.org/10.9790/487X-17843543>
- Agha, H. (2014). Impact of Working Capital Management on Profitability. *European Scientific Journal*.
- Ahmad, N., & Abdul Rahim, F. (2013). Theoretical Investigation On Determinants of Government-Linked Companies Capital Structure. *Journal of Accounting, Finance and Economics*.
- Akoto, K. (2013). Working capital management and profitability: Evidence from Ghanaian listed manufacturing firms. *Journal of Economics and International Finance*. <https://doi.org/10.5897/jeif2013.0539>
- Aminu, Y., & Zainudin, N. (2015). A Review of Anatomy of Working Capital Management Theories and the Relevant Linkages to Working Capital Components: A Theoretical Building Approach. *European Journal of Business and Management* (Online).
- Angahar, P. A., & Ivarave, J. I. (2016). Effect of Capital Structure on Corporate Profit: Evidence from Cement Manufacturing Firms in Nigeria. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*. <https://doi.org/10.6007/ijarafms/v6-i2/2136>
- Aravind, M. (2016). Influence of working capital metrics on profitability: a critical examination on Indian manufacturing sector. *Kelaniya Journal of Management*. <https://doi.org/10.4038/kjm.v5i1.7506>
- Arbidane, I., & Ignatjeva, S. (2012). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Latvian Case. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2128447>
- Asaduzzaman, M., & Chowdhury, T. (2014). Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from Textiles Industry of Bangladesh. *Research Journal of Finance and Accounting*.
- Binti Mohamad, N. E. A., & Mohd Saad, N. B. (2010). Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia. *International Journal of Business and Management*. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v5n11p140>
- De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2010). The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits on Tests of the Pecking Order Theory. *Financial Management*. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01090.x>
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance and Accounting*. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
- Dong, H. P., & Su, J. tay. (2010). The relationship between working capital management and profitability: A Vietnam case. *International Research*

Journal of Finance and Economics.

- Ebrahim Mansoori, & Jorah Muhammad. (2012). The Effect of Working Capital Management on Firm's Profitability: Evidence from Singapore. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*.
- Ferati, R., & Ejupi, E. (2010). Capital Structure And Profitability: The Macedonian Case. *European Scientific Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.07.019>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Garg, A. K., & Gumbochuma, M. I. (2015). Relationship between working capital management and profitability in JSE listed retail sector companies. *Investment Management and Financial Innovations*.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*.
- Gill, A., Biger, N., Pai, C., & Bhutani, S. (2009). The Determinants of Capital Structure in the Service Industry: Evidence from United States. *The Open Business Journal*. <https://doi.org/10.2174/1874915100902010048>
- Glover, K. J., & Hambusch, G. (2014). The trade-off theory revisited: On the effect of operating leverage. *International Journal of Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2013-0034>
- Iqbal, N., Ahmad, N., & Riaz, Z. (2014). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from Pakistan. *International Letters of Social and Humanistic Sciences*. <https://doi.org/10.18052/www.scipress.com/ilshs.20.14>
- Jaisinghani, D., & Kanjilal, K. (2017). Non-linear dynamics of size, capital structure and profitability: Empirical evidence from Indian manufacturing sector. *Asia Pacific Management Review*. <https://doi.org/10.1016/j.apmrv.2016.12.003>
- Javid, S. (2014). Effect of Working Capital Management on SME's Performance in Paskistan. *European Journal of Business and Management*.
- Jayarathne, T. A. N. R. (2014). Impact of Working Capital Management on Profitability: Evidence From Listed Companies in Sri Lanka. *Faculty of Management and Finance Journal, University of Ruhuna, Sri Lanka Impact*.
- Kasiran, F. W., Mohamad, N. A., & Chin, O. (2016). Working Capital Management Efficiency: A Study on the Small Medium Enterprise in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(16\)00037-x](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(16)00037-x)
- Kasozi, J. (2017). The effect of working capital management on profitability: A case of listed manufacturing firms in South Africa. *Investment Management and Financial Innovations*.

- [https://doi.org/10.21511/imfi.14\(2-2\).2017.05](https://doi.org/10.21511/imfi.14(2-2).2017.05)
- Kumaraswamy, S. (2016). Impact of working capital on financial performance of gulf cooperation council firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*. <https://doi.org/10.17512/pjms.2019.19.2.22>
- Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). " The relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange ." *Journal of Financial Management and Analysis*.
- Lorek, S., & Spangenberg, J. H. (2014). Sustainable consumption within a sustainable economy - Beyond green growth and green economies. *Journal of Cleaner Production*. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.08.045>
- Lyngstadaas, H., & Berg, T. (2016). Working capital management: evidence from Norway. *International Journal of Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2016-0012>
- Makori, D. M., & Jagongo, A. (2013). Working Capital Management and Firm Profitability : Empirical Evidence from Manufacturing and Construction Firms Listed on Nairobi Securities Exchange , Kenya. *International Journal of Accounting and Taxation*.
- Mathuva, D. M. (2010). The influence of working capital management components on corporate profitability: A survey on Kenyan listed firms. *Research Journal of Business Management*. <https://doi.org/10.3923/rjbm.2010.1.11>
- Mehta, A. (2014). Working Capital Management and Profitability Relationship- Evidences from Emerging Markets of UAE. *International Journal of Management Excellence*. <https://doi.org/10.17722/ijme.v2i3.73>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Napompech, K. (2012). Effects of Working Capital Management on the Profitability of Thai Listed Firms. *International Journal of Trade, Economics and Finance*. <https://doi.org/10.7763/ijtef.2012.v3.205>
- Negasa, T. (2016). The Effect of Capital Structure on Firms ' Profitability (Evidenced from Ethiopian). *Reprints*. <https://doi.org/10.20944/preprints201607.0013.v1>
- Nishanthini, A., & Nimalathasan, B. (2014). Determinants of profitability: a case study of listed manufacturing companies in Sri Lanka. *Journal of Management*. <https://doi.org/10.4038/jm.v8i1.7556>
- Oseifuah, E. K., & Gyekye, A. (2016). Cash Conversion Cycle Theory and Corporate Profitability : Evidence from Non-Financial Firms Listed on the

- Johannesburg Stock Exchange. *Journal of Accounting and Management*.
- Padachi, K. (2006). Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms. *International Review of Business Research Papers Vo.*
- Pais, M. A., & Gama, P. M. (2015). Working capital management and SMEs profitability: Portuguese evidence. *International Journal of Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2014-0170>
- Ponsian, N. (2014). The Effect of Working Capital Management on Profitability. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*. <https://doi.org/10.11648/j.ijefm.20140206.17>
- Raheem Anser, R. A. (2013). Cash Conversion Cycle and Firms' Profitability – A Study of Listed Manufacturing Companies of Pakistan. *IOSR Journal of Business and Management*. <https://doi.org/10.9790/487x-0828387>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Richards, V. D., & Laughlin, E. J. (1980). A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis. *Financial Management*. <https://doi.org/10.2307/3665310>
- Jakpar S, Tinggi M, Siang TK, Johari A, Myint KT, et al. (2017). Working Capital Management and Profitability: Evidence from Manufacturing Sector in Malaysia. *Journal of Business & Financial Affairs*. <https://doi.org/10.4172/2167-0234.1000255>
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>
- Samiloglu, F., & Demirgunes, K. (2008). The effect of working capital management on firm profitability: Evidence from Turkey. *International Journal of Applied Economics and Finance*.
- Shubita, M. F., & Alswalhah, J. M. (2012). The Relationship between Capital Structure and Profitability. *International Journal of Business and Social Science*.
- Siti Nur Aqilah, A. W., & Nur Ainna, R. (2014). The Determinants of Capital Structure: An Empirical Investigation of Malaysian Listed Government Linked Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*. <https://doi.org/10.1108/AJEMS-11-2012-0072>
- Terra, P. R. (2008). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*. <https://doi.org/10.4013/base.20082.07>
- Thim, C. K., Choong, Y. V., & Nee, C. S. (2011). Factors affecting financial distress: The case of Malaysian public listed firms. *Corporate Ownership and Control*. <https://doi.org/10.22495/cocv8i4c3art3>

- Tufail, S. (2013). Impact of Working Capital Management on Profitability of Textile Sector in Pakistan. *3rd International Conference on Business Management*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1663354>
- Uchenna, A. W., Mary, O. I., & Okelue, U. D. (2012). Effects of Working Capital Management On Profitability: Evidence from the Top Five Beer Brewery Firm in the World. *Asian Economic and Financial Review*.
- Wasiuzzaman, S. (2015). Working capital and firm value in an emerging market. *International Journal of Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2013-0016>
- Yang, S. A., Birge, J. R., & Parker, R. P. (2015). The supply chain effects of bankruptcy. *Management Science*. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2079>
- Zariyawati, M. A., Annuar, M. N., & Pui-San, N. (2016). Working capital management determinants of small and large firms in malaysia. *International Journal of Economics and Management*.
- Zeitun, R., & Tian, G. (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v1i4.3>