

Sketsa Bisnis Volume (8) No (1) (2021) pp (72-81)



JURNAL SKETSA BISNIS

Naskah Diterima : 20 Agustus 2020
Diterima Publikasi : 3 Agustus 2021

Journal Homepage

<https://jurnal.yudharta.ac.id/v2/index.php/SKETSABISNIS>



**Pengaruh Manajemen Modal Kerja Terhadap Profitabilitas Dengan Moderasi
*Financial Constraints***

(Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)

Rahmat Setiawan¹, Artha Merika Indah Puspita Sari^{2*}

¹Universitas Airlangga, Indonesia, rahmatsetiawan@feb.unair.ac.id

²Universitas Airlangga, Indonesia, artha.merika.indah-2018@feb.unair.ac.id

Abstract

This study aims to determine the effect of working capital management on profitability. Working capital management here is seen through cash conversion cycle company. The study also looked at the moderating effect of financial constraints on the effect of working capital management on profitability. The research used purposive sampling method and the analytical method used in this study is multiple linear regression. Based on the results of the analysis it can be concluded that cash conversion cycle has a significant negative effect on profitability. The financial constraints variabel strengthens the negative effect of the cash conversion cycle on profitability.

Keywords: working capital management, cash conversion cycle, profitability, and financial constraints.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh manajemen modal kerja terhadap profitabilitas. Manajemen modal kerja disini dilihat melalui siklus konversi kas perusahaan. Penelitian ini juga melihat efek moderasi *financial constraints* pada pengaruh manajemen modal kerja terhadap profitabilitas. Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dan metode analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah metode regresi linier berganda. Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa manajemen modal kerja melalui siklus konversi kas berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas. Variabel *financial constraints* memperkuat pengaruh negatif siklus konversi kas terhadap profitabilitas.

Kata Kunci: manajemen modal kerja, siklus konversi kas, profitabilitas dan *financial constraints*.

*) Penulis Korespondensi: artha.merika.indah-2018@feb.unair.ac.id

1. Pendahuluan

Manajemen modal kerja merupakan manajemen perusahaan yang terkait dengan keputusan investasi dan pembelanjaan jangka pendek (Made Sudana, 2015). Kebijakan perusahaan mengenai modal kerja sangat penting untuk diperhatikan, mengingat besarnya modal kerja sebagai proporsi aset perusahaan. Manajer keuangan perusahaan harus mampu memaksimalkan penggunaan modal kerja demi keuntungan pemegang saham (Aktas et al., 2015).

Manajemen modal kerja suatu perusahaan dapat diukur melalui siklus konversi kas (*Cash Conversion Cycle*). Siklus konversi kas merupakan periode waktu pada saat perusahaan melakukan pembelian persediaan bahan baku sampai dengan saat terkumpulnya kas dari hasil penjualan barang jadi. Lamanya siklus konversi kas akan menentukan besar kecilnya kebutuhan modal kerja suatu perusahaan (Made Sudana, 2015).

Rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui sumber yang dimiliki seperti aktiva, modal dan penjualan perusahaan. Perusahaan dengan siklus konversi kas yang panjang maka profitabilitas yang dihasilkan akan mengalami penurunan (Deloof et al, 2003). Proksi yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *Return On Asset (ROA)*, semakin tinggi tingkat ROA, maka semakin besar pula tingkat keuntungan yang dicapai perusahaan. Rasio ROA menunjukkan efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aset yang dimiliki dalam memperoleh laba.

Literatur yang membahas mengenai manajemen modal kerja telah menemukan bahwa manajemen yang efisien dapat meningkatkan profitabilitas suatu perusahaan. Tingkat modal kerja yang di gunakan oleh perusahaan mempengaruhi profitabilitas hal ini ditentukan oleh tingkat persediaan, nilai piutang dan nilai utang (Le, 2019). Melalui peningkatan persediaan, memperpanjang piutang dan memperpendek utang mengakibatkan kebutuhan modal kerja perusahaan akan meningkat.

Siklus konversi kas yang semakin panjang akan mengakibatkan penurunan profitabilitas perusahaan, hal ini karena perusahaan akan kehilangan kesempatan untuk mendanai proyek – proyek investasi yang bernilai tinggi (Le, 2019). Perusahaan juga akan mengalami biaya penyimpanan yang lebih besar, siklus konversi kas yang panjang juga menandakan bahwa perusahaan kesulitan dalam menjual produk, barang banyak yang menumpuk digudang, divisi marketing tidak berjalan dengan maksimal dalam memasarkan produk dan akan terdapat biaya piutang yang tidak tertagih.

Kebaruan dalam penelitian ini adalah terdapat variabel moderasi, yaitu *Financial Constraints (FC)*. Di Indonesia sendiri, belum ada penelitian yang meneliti pengaruh

manajemen modal kerja terhadap profitabilitas dan risiko perusahaan dengan moderasi FC dalam satu lingkup penelitian sehingga peneliti tertarik untuk melakukan penelitian ini. FC dengan tingkat sensitivitas yang berbeda nantinya akan memperkuat atau memperlemah pengaruh manajemen modal kerja terhadap profitabilitas dan risiko perusahaan. FC merupakan kondisi dimana perusahaan mengalami keterbatasan atau kesulitan dalam mendapatkan pendanaan eksternal.

Wasiuzzaman (2015) menggunakan ukuran perusahaan (*Size*) sebagai proksi untuk FC karena perusahaan besar lebih memiliki reputasi dan, karenanya, memiliki akses yang lebih baik ke pasar modal daripada perusahaan kecil. Fazzari (1988) mengemukakan bahwa investasi perusahaan mungkin tergantung pada faktor keuangan seperti ketersediaan keuangan internal, akses ke pasar modal atau biaya pembiayaan (Baños-caballero et al., 2014).

Kondisi FC jelas memainkan peranan penting dalam mempengaruhi hubungan antara manajemen modal kerja dengan profitabilitas pada perusahaan. Asumsi bahwa modal kerja perusahaan tidak bisa semuanya didanai murni dengan pendanaan internal, perusahaan tetap memerlukan pendanaan eksternal. Ketika Perusahaan dengan kondisi FC maka perusahaan memiliki biaya pendanaan eksternal yang mahal sehingga ketika perusahaan melakukan pendanaan persediaan maka perusahaan akan mengalami beban bunga yang lebih tinggi hal ini akan mengakibatkan penurunan profit yang akan di dapatkan oleh perusahaan. Dari fenomena diatas, penelitian ini menggunakan manajemen modal kerja yang tercermin pada siklus konversi kas sebagai variabel independen. Profitabilitas perusahaan yang di ukur dengan *return on assets* (ROA). *Financial Constraints* (FC) sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2014 sampai dengan 2018.

Berdasarkan isu dan uraian latar belakang di atas, rumusan masalah dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah siklus konversi kas berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan?
2. Apakah *financial constraints* memoderasi pengaruh siklus konversi kas terhadap profitabilitas perusahaan?

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh siklus konversi kas terhadap profitabilitas perusahaan.
2. Untuk mengetahui peranan *financial constraints* dalam memoderasi pengaruh siklus konversi kas terhadap profitabilitas perusahaan.

2. Kerangka Teori

2.1 Manajemen Modal Kerja

Modal kerja adalah jumlah kas perusahaan yang digunakan untuk aktivitas operasional meliputi pembelian bahan baku untuk memproduksi produk yang kemudian akan dijual sehingga menghasilkan pendapatan (Sathyamoorthi et al, 2003). Terdapat dua konsep modal kerja perusahaan yaitu modal kerja kotor atau GWC (*Gross Working Capital*) yang merupakan keseluruhan aktiva lancar (kas, piutang dan persediaan) yang dimiliki perusahaan dan modal kerja bersih atau NWC (*Net Working Capital*) yang merupakan selisih antara aktiva lancar dengan utang lancar. NWC dikaitkan dengan pengambilan keputusan keuangan jangka pendek yaitu terkait kegiatan operasional dan pendanaan jangka pendek perusahaan (Jaffe, n.d., 2015).

Manajemen modal kerja akan berpengaruh pada kegiatan operasional perusahaan karena berpengaruh pada pendapatan yang akan diperoleh perusahaan. Sehingga manajemen modal kerja berpengaruh pada kemampuan perusahaan untuk menghasilkan profitabilitas, semakin tinggi profitabilitas menandakan efisiensi dalam menggunakan modal kerja. Komponen modal kerja yang harus dikelola, yaitu : mengelola kas, piutang, persediaan dan utang. Mempercepat penerimaan kas dan meramalkan jumlah kebutuhan modal kerja dapat di perhatikan melalui siklus operasional dan siklus konversi kas.

Siklus konversi kas menunjukkan jumlah hari yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk membayar pembelian atas sejumlah persediaan bahan baku sampai dengan tertagihnya piutang dari penjualan berdasarkan term of payment yang telah di tentukan atau menunjukkan lamanya waktu antara pembayaran bahan baku perusahaan sampai dengan tertagihnya pembayaran dari pelanggan (Jaffe, n.d., 2015). Cara paling efektif dalam mengukur pengelolaan modal kerja suatu perusahaan adalah melalui siklus konversi kas. Melalui siklus konversi kas dapat digunakan sebagai ukuran modal kerja dalam menyelidiki hubungan antara profitabilitas dan modal kerja (Deloof, 2003).

Perusahaan dengan siklus konversi kas yang panjang menandakan bahwa (1) perusahaan memperlama perputaran persediaan dengan tidak mempercepat proses produksi dan tidak meningkatkan penjualan. (2) perusahaan tidak mempersingkat perputaran piutang usaha dengan tidak mempercepat penagihan hutang. (3) perusahaan memperpendek perputaran utang usaha dengan melakukan pembayaran kepada pemasok dana dengan tepat waktu. Semakin panjang siklus konversi kas, maka semakin menurunkan profitabilitas suatu perusahaan.

Sesuai dengan definisi yang telah dijelaskan sebelumnya, maka siklus konversi kas dapat dihitung sebagai berikut:

$$CCC_{it} = \text{inventory conversion period} + \text{receivables collection period} - \text{account payable period}$$

2.2 Profitabilitas

Rasio Profitabilitas suatu perusahaan digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui sumber – sumber yang dimiliki oleh perusahaan seperti aktiva, modal, dan penjualan perusahaan (Made, 2015). Terdapat beberapa cara untuk mengukur profitabilitas, pada penelitian ini menggunakan *return on assets* (ROA) sebagai variabel dependen yang mengukur profitabilitas perusahaan. ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dengan menggunakan seluruh aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba setelah pajak. Rasio ini penting bagi pihak manajemen untuk mengevaluasi efektivitas dan efisiensi manajemen perusahaan dalam mengelola seluruh aktiva perusahaan. Semakin besar ROA berarti semakin efisien penggunaan aktiva perusahaan. Profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan:

$$ROA_{i,t} = \frac{\text{Earning After Taxes}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}}$$

2.3 Financial Constraints

FC merupakan kondisi dimana perusahaan mengalami keterbatasan atau kesulitan dalam mendapatkan pendanaan eksternal. Perusahaan mengalami kondisi FC maka perusahaan harus menanggung biaya pendanaan eksternal yang lebih mahal hal ini dikarenakan investor tidak mudah percaya dalam memberikan pinjaman kepada perusahaan sehingga kondisi FC jelas memainkan peranan penting dalam mempengaruhi hubungan antara manajemen modal kerja dengan profitabilitas dan risiko perusahaan. Investasi pada modal kerja akan lebih sensitif terhadap FC daripada investasi dalam modal tetap. Oleh karena itu, karena tingkat modal kerja yang positif membutuhkan pembiayaan, maka diperlukan tingkat modal kerja yang rendah untuk perusahaan yang mengalami FC.

Wasiuzzaman (2015) menggunakan ukuran perusahaan sebagai proksi untuk FC. Dia berpendapat bahwa perusahaan besar lebih memiliki reputasi dan, karenanya, memiliki akses yang lebih baik ke pasar modal daripada perusahaan kecil akan terbatas secara finansial. Penelitian ini menggunakan proksi *size* perusahaan untuk mengkategorikan apakah perusahaan mengalami FC. Berikut diberikan rumus untuk mengukur *size* perusahaan.

$$Size_{i,t} = \ln(\text{Total book assets})_{i,t}$$

Perusahaan dengan *size* di atas nilai median sampel maka perusahaan cenderung tidak dibatasi secara finansial atau tidak mengalami FC dibandingkan dengan

perusahaan yang memiliki size di bawah nilai median sampel maka perusahaan cenderung dibatasi secara

3. Metode

Penelitian ini menggunakan pendekatan penelitian kuantitatif dimana peneliti melibatkan data-data kuantitatif didalam pembuktian teori dan peneliti mengukur variabel, menguji hipotesis dan menarik kesimpulan sehingga hasil tersebut dapat digeneralisasi. Metode penelitian kuantitatif pada penelitian ini adalah metode regresi linier berganda. Sampel pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2014-2018.

Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Metode ini merupakan metode pengambilan sampel dengan kriteria tertentu yaitu pertama, Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018. Kedua, Perusahaan menerbitkan laporan tahunan yang telah diaudit dan berakhir pada 31 Desember pada tahun 2014-2018. Ketiga, Laporan keuangan disajikan dalam mata uang rupiah. Keempat, Perusahaan yang memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan dalam penelitian.

3.1 Teknik analisis data

Metode pengolahan data pada penelitian ini adalah dengan menggunakan metode data panel yang bertujuan untuk mengetahui secara langsung bagaimana pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Gabungan sumber data antara *cross-section* dan *time-series* disebut dengan data panel. *Multiple linear regression* digunakan untuk menguji adanya pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen. Metode selanjutnya yang digunakan dalam Penelitian ini adalah metode statistik inferensial yang mempunyai tujuan untuk menguji hipotesis Langkah-langkah analisis yang digunakan dalam penelitian adalah menghitung nilai dari masing-masing variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini. Model penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

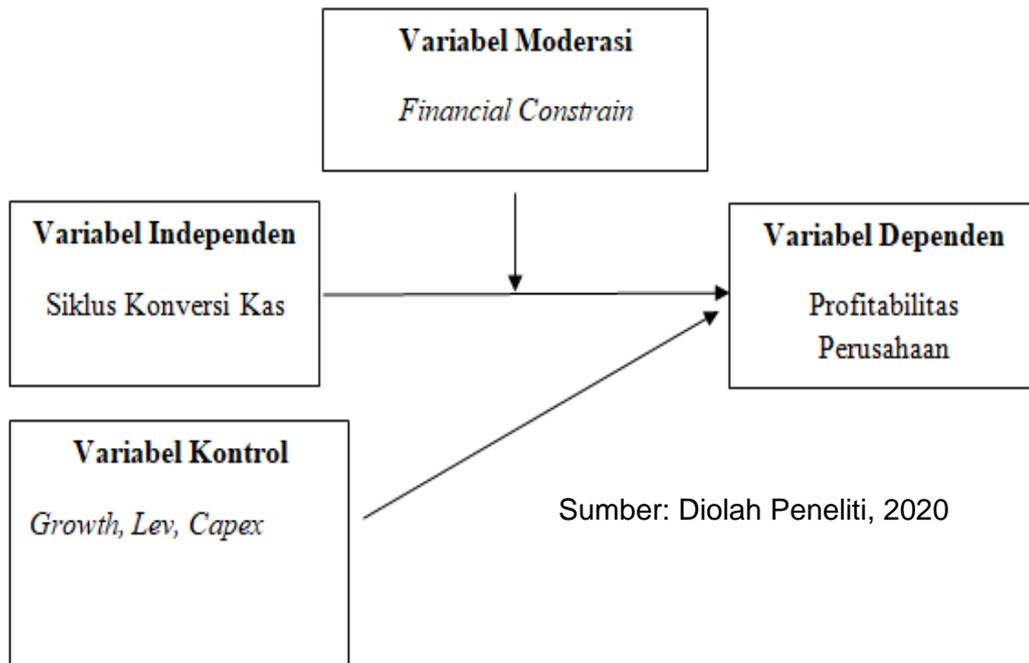
$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{i,t} + \beta_2 DUMMY FC_{i,t} + \beta_3 CCC * DUMMY FC + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 CAPEX_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Berdasarkan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu yang telah dijelaskan dan model penelitian, hipotesis penelitian ini adalah

H1 : Siklus konversi kas berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan.

H2 : *Financial Constraints* memperkuat pengaruh negatif siklus konversi kas terhadap profitabilitas perusahaan.

Sesuai dengan penelitian sebelumnya dan model penelitian, kerangka kerja konseptual yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Penelitian

4. Hasil Penelitian Dan Pembahasan

4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	347	-.1611	.4666	.05778	.076835
CCC	347	-886.744	483.979	111.63	101.988
FC	347	.0000	10.000	.45245	.498453
LEV	347	.0735	30.291	.46306	.285469
GROWTH	347	-16.517	59.473	.98924	.368867
CAPEX	347	.0000	1,6E+12	6,6E+11	1,9E+12
Valid N (listwise)	347				

Sumber: Diolah Peneliti, 2020

Berdasarkan tabel statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel ROA, CCC, FC, LEV, GROWTH, CAPEX memiliki masing-masing nilai minimum sebesar -0.1611, -886.744, 0.000, 0.0735, -1.6517, 0.000, dan nilai maksimum sebesar 0.4666, 483.979, 1.0000, 3.0291, 5.9473, 1600000000000.

4.2 Hasil Analisis Regresi Linier

Tabel 2. Analisis Statistik Deskriptif

Model	Unstd. Coefficients		Std. Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-.241	.092		-.2.628	.009
CCC	-.011	.004	-.147	-2.679	.000
FC	-.010	.005	-.127	-2.128	.034
MOD FC	-.009	.005	-.095	-1.679	.094
LEV	.065	.013	-.241	-4.998	.000
GROWTH	-.012	.010	-.058	-1.188	.236
CAPEX	-4.08	.000	-.098	-1.680	.094

Sumber: Diolah Peneliti, 2020

Berdasarkan hasil regresi yang ditunjukkan pada tabel 2. Maka dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$ROA_{i,t} = -0.241 - 0.011CCC_{i,t} - 0.010DUMMY FC_{i,t} - 0.009(CCC * DUMMY FC) - 0.012GROWTH_{i,t} + 0.065LEV_{i,t} - 4.08CAPEX_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Berdasarkan hasil regresi yang ditunjukkan pada tabel 2, menunjukan bahwa manajemen modal kerja melalui siklus konversi kas berpengaruh negative signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis penelitian yang dibangun sebelumnya dimana siklus konversi kas berpengaruh negative signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Hal ini menunjukan bahwa sejalan dengan penelitian (Deloof et al, 2003) yaitu perusahaan dengan siklus konversi kas yang panjang maka laba yang dihasilkan perusahaan akan mengalami penurunan.

Manajemen yang efisien dapat meningkatkan profitabilitas suatu perusahaan. Tingkat modal kerja yang di gunakan oleh perusahaan mempengaruhi profitabilitas hal ini ditentukan oleh tingkat persediaan, nilai piutang dan nilai utang (Le, 2019). Melalui peningkatan persediaan, memperpanjang piutang dan memperpendek utang mengakibatkan kebutuhan modal kerja perusahaan akan meningkat dan siklus konversi kas akan semakin besar hal ini dapat mengakibatkan penurunan profitabilitas perusahaan.

Berdasarkan hasil regresi yang ditunjukkan pada tabel 2 juga menunjukan bahwa *financial constraints* berpengaruh negative signifikan terhadap profitabilitas perusahaan, sehingga kondisi seperti ini akan memperkuat pengaruh negatif siklus konversi kas terhadap profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis penelitian yang dibangun sebelumnya dimana *Financial Constraints* memperkuat pengaruh negatif siklus konversi kas terhadap profitabilitas perusahaan yaitu tingkat

modal kerja yang optimal sensitif terhadap ukuran alternatif kendala keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa sejalan dengan penelitian (Sonia Banos et al, 2014).

Kondisi *FC* jelas memainkan peranan penting dalam mempengaruhi hubungan antara manajemen modal kerja melalui siklus konversi kas terhadap profitabilitas pada perusahaan dengan asumsi bahwa modal kerja perusahaan tidak bisa semuanya didanai murni dengan pendanaan internal, perusahaan tetap memerlukan pebanaan eksternal. Ketika Perusahaan dengan kondisi *FC* maka perusahaan memiliki biaya pendanaan eksternal yang mahal sehingga ketika perusahaan melakukan pendanaan persediaan maka perusahaan akan mengalami beban bunga yang lebih tinggi hal ini akan mengakibatkan penurunan profit yang akan di dapatkan oleh perusahaan. Hal ini karena beban bunga yang besar akan mengurangi pendapatan laba perusahaan secara langsung.

5. Kesimpulan Dan Saran

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil regresi linier berganda pada analisis pengaruh manajemen modal kerja yang tercermin pada siklus konversi kas terhadap profitabilitas dengan moderasi financial constraints pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2018 menunjukkan hasil bahwa manajemen modal kerja melalui siklus konversi kas berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas perusahaan dan *Financial Constraints* memperkuat pengaruh negatif siklus konversi kas terhadap profitabilitas perusahaan.

Penelitian ini dapat di implikasikan karena memberikan bukti empiris. Penelitian ini juga dapat menjadi manfaat Bagi manajer perusahaan sebagai bahan pertimbangan dalam manajemen modal kerja secara efisien guna meningkatkan profitabilitas perusahaan dan mengantisipasi adanya kondisi *financial constraints* yang mungkin terjadi di perusahaan. Penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi referensi tambahan mengenai pengaruh siklus konversi kas terhadap profitabilitas dengan adanya kondisi *financial constraints*. Ada beberapa keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini yaitu penelitian ini terbatas pada perusahaan manufaktur, sehingga tidak dapat digeneralisasi ke sektor lain dan penelitian ini hanya menguji pengaruh langsung tidak mempertimbangkan variabel lain yang mungkin dapat mempengaruhi hubungan langsung antara siklus konversi kas dan profitabilitas perusahaan.

5.2 Saran

Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan seluruh perusahaan sektor non keuangan dan menambah variabel lain yang mungkin dapat mempengaruhi pengaruh langsung antara manajemen modal kerja dan profitabilitas.

Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambahkan variabel yang kemungkinan dapat mempengaruhi hubungan langsung antara manajemen modal kerja dan profitabilitas.

6. Daftar Pustaka

- Aktas, N., Croci, E. and Petmezas, D. (2015), "Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 30, pp. 98-113.
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P.J. and Martínez-Solano, P. (2012), "How does working capital management affect the profitability of Spanish SMEs?", *Small Business Economics*, Vol. 39 No. 2, pp. 517-529.
- Baños-Caballero, S., Garcia-Teruel, P.J. and Martinez-Solano, P. (2014), "Working capital management, corporate performance, and financial constraints", *Journal of Business Research*, Vol. 67 No. 3, pp. 332-338.
- Deloof, M., 2003. Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *J. Business Finance Acc.* 30 (4), 573–587.
- Fazzari, S.M. and Petersen, B. (1988), "Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints", *Rand Journal of Economics*, Vol. 24 No. 3, pp. 328-342.
- Garcia, Pedro Juan., and Solano, Pedro Martinez. (2007), "Effect of working capital management on SME Profitability", *International Journal Of Managerial Finance*, Vol. 3 No.2 , pp. 164-177.
- Gujarati, N.D., 2003. *Basic Econometrics*, 4th ed. McGraw-Hill, New York.
- Le, Ben. (2019), "Working capital management and firm's valuation, profitability and Risk", *International Journal Of Managerial Finance*, Vol. 15 No. 2, pp. 191-204.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261–297.
- Raheman, A. and Nasr, M. (2007), "Working capital management and profitability – case of Pakistani firms", *International Review of Business Research Papers*, Vol. 3 No. 1, pp. 279-300
- Ross, Westerfield, Jaffe. (2015). *Corporate Finance. Tenth Edition*. New York: The MC Graw Hill Companies.
- Sudana, I.M. (2015). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Edisi kedua. Jakarta: Erlangga.
- Syamsuddin, Lukman. (2016). *Manajemen Keuangan Perusahaan Konsep Aplikasi dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan*. Edisi Baru. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Sathyamoorthi, C.R., Wally-Dima, L.B., 2008. Working capital management: the case of listed retail domestic companies in Botswanas. *Journal of Management Research* 7 (5), 7–24.
- Wasiuzzaman, S. (2015), "Working capital and firm value in an emerging market", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 11 No. 1, pp. 60-79.