

JBK
Jurnal Bisnis & Kewirausahaan
Volume 17 Issue 3, 2021
ISSN (*print*) : 0216-9843
ISSN (*online*) : 2580-5614
Homepage : <http://ojs.pnb.ac.id/index.php/JBK>

Efisiensi Dan Kebijakan Modal Kerja Masa Pandemi Covid 19 (Studi Pada Industri Manufaktur Syariah Di Indonesia)

Ruhadi¹

¹Akuntansi Politeknik Negeri Bandung
¹ruhadi@polban.ac.id

Abstract. This study aims first to identify how managerial companies, especially the sharia manufacturing industry, during the covid 19 pandemic, manage their working capital policies. Secondly, these studies intend to reveal whether there is an effect of this working capital policy on the efficiency of the company. The data used in this study are companies in the manufacturing industry that are included in the sharia category listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The research method used is descriptive and explanative with a simple linear regression analysis tool and was completed with the help of Smart_PLS 3 software. Based on the results of the analysis, it was found that only 33 percent of Islamic manufacturing companies during the Covid 19 Pandemic used an aggressive working capital policy. This condition is different from the period before the COVID-19 pandemic in 2019 where the manufacturing industry categorized as sharia which adheres to an aggressive working capital policy is almost 86 percent. The second finding is that the working capital policy during the Covid 19 pandemic has a statistically positive and significant effect on asset utilization in generating sales. However, statistically, this influence is not followed by an impact on the commercial aspect like the profit margin.

Keywords: *efficiency, working capital policy, current asset turnover, Covid 19 pandemic*

Abstrak. Penelitian ini bertujuan pertama untuk mengidentifikasi bagaimana manajerial perusahaan khususnya industri manufaktur syariah, pada masa pandemi covid 19, melakukan pengelolaan/ kebijakan modal kerjanya. Kedua penelitian ini bermaksud mengungkap, apakah ada pengaruh dari kebijakan modal kerja ini pada efisiensi perusahaan. Data yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan pada industri manufaktur yang masuk kategori syariah yang terdaftar pada *Bursa Efek Indonesia* (BEI). Metoda penelitian yang digunakan bersifat deskriptif dan eksplanatif dengan alat analisis regresi linier sederhana dan diselesaikan dengan bantuan software Smart_PLS 3. Berdasarkan hasil analisis ditemukan bahwa hanya 33 persen dari perusahaan manufaktur syariah pada masa Pandemi Covid 19, menggunakan kebijakan modal kerja yang bersifat agresif. Kondisi ini berbeda dengan masa sebelum pandemi Covid 19 tahun 2019 dimana industri manufaktur yang berkategori syariah yang menganut kebijakan modal kerja agresif hampir 85 persen. Temuan kedua adalah bahwa kebijakan modal kerja pada masa pandemi Covid 19, secara statistik memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pemanfaatan aset dalam menghasilkan penjualan. Kendati demikian secara statistik pula bahwa pengaruh ini, tidak diikuti dampak pada aspek komersialnya atau *profit margin* nya.

Kata kunci: *efisiensi, kebijakan modal kerja, current asset turnover, pandemi Covid 19*

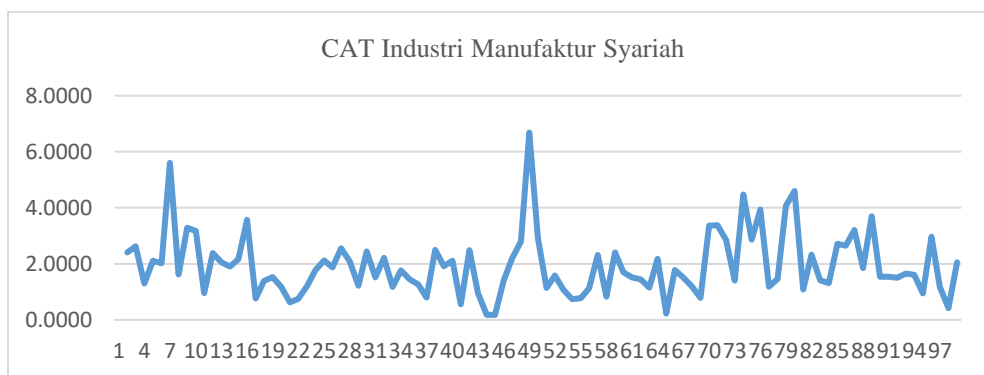
PENDAHULUAN

Pandemi virus corona global yang diketahui sebagai Covid 19 telah menyebar ke seluruh dunia dan telah menjangkiti seluruh negara termasuk Indonesia. WHO pada bulan April 2020 mengumumkan bahwa ada 212 negara yang terjangkiti Covid 19, dengan kasus 1.914.916 positif Covid dan 123.010 meninggal (WHO, 2020) sesuai dengan informasi dari kantor Direktorat Jenderal pencegahan dan pengendalian penyakit kementerian kesehatan Indonesia, telah mencatat 5.136 kasus, 446 sembuh dan 469 meninggal (Kemenkes, 2020). Pandemi global memiliki efek negatif pada ekonomi secara makro maupun mikro. Beberapa penyakit inspeksi seperti HIV, influenza H1N1 tahun 2009 dan epidemik SARS serta pandemi covid 19 saat ini dapat secara mudah menyebar ke seluruh negara dan membawa dampak pada stabilitas ekonomi regional dari suatu negara dimasa yang lalu (Verikios, G. et al, 2011). Hal ini menyebabkan beberapa faktor seperti distribusi komoditas, ekspor-impor, produksi atau aktivitas operasional terganggu (Budiyanti, Eka, 2020), termasuk di dalamnya aktivitas produksi dan operasional yang terkait dengan efisiensi dan kegiatan komersial perusahaan seperti menurunnya permintaan produk. Dengan demikian perusahaan seyogyanya lebih berhati-hati dalam mengelola modal kerja agar dengan adanya permintaan yang menurun tersebut tidak kemudian lebih terpuruk karena dibebani oleh biaya modal yang semakin berat juga.

Pengelolaan modal kerja yang efisien diperlukan untuk kelangsungan hidup sebagian besar perusahaan dan pengelolaan modal kerja mengacu pada pengelolaan aset dan kewajiban. Optimalisasi sisa modal kerja membantu meminimalkan yang terkait dengan manajemen modal kerja dan meningkatkan *free cash flows*. Kebijakan pengelolaan modal kerja yang tidak efisien muncul dari lemahnya tata kelola perusahaan yang berdampak negatif pada nilai pemegang saham. Tata kelola perusahaan yang baik berperan sebagai mekanisme dalam manajemen cadangan perusahaan (Gill dan Biger, 2013). Menurut teori Kinz, perusahaan menyimpan uang tunai untuk motif berjaga-jaga, spekulatif dan transaksional (Besley dan Brigham, 2005; Gill dan Shah, 2012). Kim, et al (2011) menyatakan bahwa motif kehati-hatian dan transaksional memiliki peran penting dalam mewujudkan faktor determinan *cash holding*. Kelebihan kas dalam pembukuan perusahaan belum tentu menguntungkan bagi perusahaan. Kelebihan kas dapat terjadi karena tata kelola perusahaan yang lemah. Teori ekuilibrium, hierarki, dan arus kas bebas diterapkan untuk menjelaskan pola tingkat kepemilikan kas. Menurut teori ekuilibrium, *cash holding* yang optimal dicapai dengan rata-rata tertimbang biaya marjinal dan manfaat marjinal dari *cash holding* (Afza dan Adnan, 2007). *Cash holding cost* adalah biaya peluang untuk berinvestasi dalam aset lancar. Teori ekuilibrium Mariz (1984) menyarankan bahwa, untuk membiayai investasi, perusahaan pertama-tama menggunakan akumulasi pendapatan dan cadangan internal (misalnya, kas di tangan), kemudian pergi ke utang bebas risiko dan berisiko dan akhirnya memilih pembiayaan melalui saham untuk meminimalkan biaya asimetri informasi dan biaya keuangan lainnya. Menurut pandangan Afza dan Adnan (2007), memegang tingkat likuiditas yang optimal sangat diperlukan bagi organisasi untuk kelancaran operasional perusahaan.

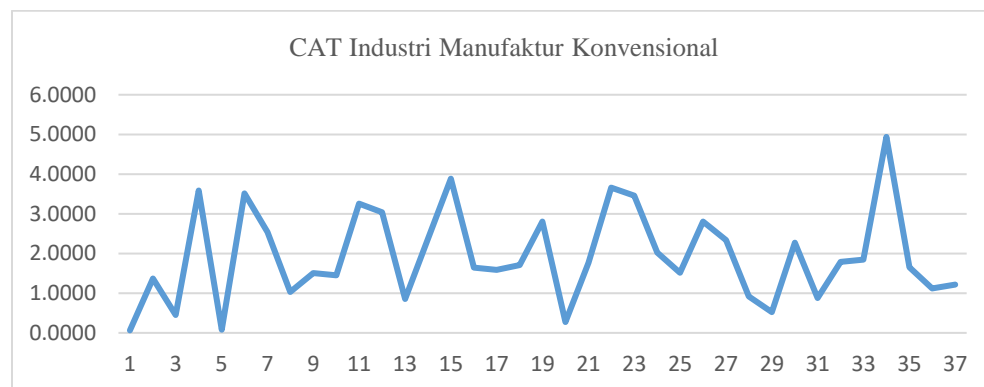
Efisiensi diartikan sebagai sejumlah output perunit input (Campbel R. Harvey, 2012) misal jumlah produk yang dihasilkan perjam dari modal yang digunakan. Dalam perspektif keuangan produktivitas dapat diraih bila efisiensi dapat dijaga atau ditingkatkan. Salah satu indikator penting dari efisiensi adalah sejauhmana aset dan SDM (input) yang dimiliki perusahaan dapat dimanfaatkan (*utilitized*) dalam menghasilkan output. Sedangkan kebijakan modal kerja dari suatu perusahaan mengacu pada investasi dalam *current asset* untuk mendapatkan penjualan yang ditargetkan. Berdasarkan hal ini maka kebijakan modal kerja akan menghasilkan dua tipe karakter manajer dalam menyikapi dua kepentingan yang saling bertentangan antara penyediaan modal kerja dengan pemanfaatan dana untuk memenuhi kepentingan mendapatkan profit dan kepentingan pemanfaatan dana untuk likuiditas dalam rangka memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan (Philip Cooley, 1998). Adapun dua model kebijakan modal kerja secara

praktis yaitu; pertama adalah manajer yang melakukan kebijakan secara konservatif dimana tipe ini lebih menekankan pada aspek likuiditas dengan investasi dana pada *current asset* yang lebih tinggi dari pada investasi dana untuk mendapatkan profitabilitas yang tinggi. Sementara kebijakan yang kedua adalah kebijakan agresif yaitu manajer lebih menekankan pada investasi dana untuk mendapatkan *profit* yang tinggi dibanding dengan investasi dana pada level *current asset* yang rendah. Indikasi kebijakan modal kerja agresif yang lebih menekankan investasi dana untuk mendapatkan profitabilitas yang tinggi dibanding dengan investasi dana pada *current asset* yang lebih rendah yang diharapkan dapat menjaga keamanan likuiditas agar dapat memenuhi kewajiban jangka pendeknya setiap saat ada penagihan. Pada masa ekonomi berjalan normal (lihat Gambar 1.1 dan Gambar 1.2 di bawah ini), dapat diamati bahwa *Current asset turnover* (CAT) yang berada di atas angka 1 menunjukkan kebijakan modal kerja yang agresif. Dalam kondisi ekonomi normal tersebut, industri manufaktur Syariah menunjukkan 85 persen menjalankan kebijakan modal kerja yang agresif dan hanya 15 persen yang konservatif, sedangkan industri manufaktur konvensional yang menjalankan kebijakan modal kerja yang agresif sedikit lebih rendah yaitu 72% dan sisanya 28% konservatif. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa secara umum pada masa kondisi ekonomi normal, baik industri manufaktur syariah maupun industri manufaktur konvensional, sama-sama menjalankan kebijakan modal kerja agresif, walaupun dalam intensitas yang sedikit berbeda.



Sumber: diolah dari data sekunde 2019

Gambar 1. *Current asset turnover* (CAT) Industri Manufaktur Syariah 2019



Sumber: diolah dari data sekunder 2019

Gambar 2. *Current asset turnover* (CAT) Industri Manufaktur Konvensional 2019

Berdasarkan fenomena tersebut jelas bahwa kebijakan modal kerja agresif, merefleksikan sikap optimisme dari manajerial pada prospek ekonomi dimasa yang akan datang saat itu.

Manajer lebih menekankan penggunaan dana pada target untuk meraih profit yang lebih tinggi dari pada menjaga likuiditas yang direfleksikan dengan investasi dana pada *current asset* yang lebih rendah. Masa pandemi Covid 19, dimana kondisi ekonomi sedang mengalami penurunan karena berbagai batasan yang dilakukan pemerintah dan kehati-hatian masyarakat itu sendiri dalam menjaga kesehatan, maka permintaan masyarakat terhadap produk yang dihasilkan industri manufaktur khususnya akan menurun. Dengan demikian manajerial perusahaan umumnya lebih melonggarkan semangat meraih laba mengingat menurunnya permintaan pasar dan pengelolaan dana yang diperkirakan akan semakin sulit dimasa yang akan datang. Sebagai gambaran berikut diberikan beberapa hasil penelitian yang terkait dengan pengelolaan modal kerja

Penelitian yang dilakukan di beberapa negara asia tenggara diantaranya menunjukkan bahwa penurunan periode *cash conversion cycle* (CCC) menghasilkan peningkatan profitabilitas (Zariyawati et al, 2009). Penelitian di Pasar modal Thailand juga menunjukkan bahwa profitabilitas dapat meningkat dengan menurunkan CCC (Napompech, 2012). Di sisi lain studi yang dilakukan di negara berkembang Asia menunjukkan bahwa ada hubungan yang positif antara manajemen modal kerja dengan profitabilitas perusahaan atau ROA, (Charitou et al, 2012). Hoang –Lan Le et al (2018) menemukan bahwa manajemen modal kerja memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan pada kasus Vietnam. Beberapa penelitian tersebut merupakan studi yang menelaah hubungan antara manajemen modal kerja dengan profitabilitas, pada masa sebelum pandemi Covid 19.

Penelitian ini berbeda dengan studi sebelumnya yang lebih melihat pada hubungan antara kebijakan modal kerja pada profitabilitas. Penelitian ini ingin melihat bagaimana hubungan antara kebijakan modal kerja sebagai keputusan manajerial terhadap efisiensi sebagai indikator kinerja perusahaan yang lebih spesifik pada era pandemi Covid 19 untuk industri manufaktur syariah di Indonesia. Kinerja tersebut lebih terasa ketika skala investasi perusahaan atau pendapatan penjualan yang lebih kecil (Huayu Shen et al, 2020). Secara spesifik studi ini bertujuan mengungkap 2 hal penting sebagai berikut:

1. Mengidentifikasi bagaimana manajerial perusahaan khususnya industri manufaktur syariah, pada masa pandemi covid 19, melakukan pengelolaan terhadap modal kerjanya?
2. Mengungkap apakah kebijakan modal kerja yang dianut industri manufaktur syariah selama pandemi Covid 19 ini, dapat memberi dampak pada efisiensi perusahaan.

Mengacu pada tujuan penelitian tersebut, diharapkan studi ini dapat memberi manfaat dalam hal:

1. Memberi gambaran konseptual kepada manajerial dan pihak yang berkepentingan seperti pemerintah, bagaimana strategi pengelolaan usaha secara lebih terencana, sehingga dapat mengantisipasi terhadap kemungkinan pengaruh buruk dari faktor eksternal spesifik dan melakukan tindakan dengan membuat kebijakan yang tepat untuk keluar dari pengaruh buruk tersebut.
2. Berdasarkan karakteristik dampak kebijakan modal kerja terhadap efisiensi perusahaan yang terungkap pada temuan penelitian ini, diharapkan manajerial industri dan pemerintah dapat membuat kebijakan yang tepat untuk mengendalikan efisiensi korporasi, sehingga korporasi tersebut dapat bertahan hidup dan dapat terus berkontribusi dalam mewujudkan ketenangan bagi semua pemangku kepentingan, dalam mewujudkan kesejahteraan masyarakat dan bangsa.

STUDI LITERATUR

Teori manajemen modal kerja

Nadiri (1969) adalah orang pertama yang mempelajari manajemen modal kerja. Sejak tahun 1969, beberapa peneliti menetapkan teori baru tentang memegang tingkat saldo kas yang optimal dengan menggunakan model Nadiri. Tetapi beberapa penelitian telah dilakukan tentang

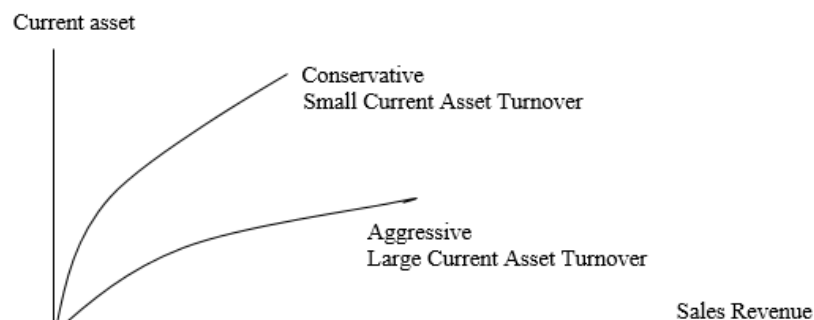
dampak mekanisme tata kelola perusahaan dan efisiensi pengelolaan modal kerja. Di antara item modal kerja, kas dianggap sebagai aset kas yang paling penting yang merupakan kriteria kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Meskipun memegang kas penting untuk memenuhi kewajiban, kas menganggur tidak menambah nilai bagi perusahaan. Namun, perusahaan perlu menjaga cadangan kas untuk memastikan bahwa waktu pergerakan kas memberikan arus kas yang positif. Jadi, tingkat cadangan yang dimiliki secara optimal merupakan elemen vital yang memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan bisnisnya (Gill dan Shah, 2012).

Manajemen modal kerja adalah manajemen dari seluruh komponen aset lancar dan hutang lancar perusahaan. Aktivitas ini memakan sebagian besar waktu manajerial, karena level dari setiap komponen berubah secara terus menerus. Piutang dan persediaan bertambah seiring dengan perluasan kontrak penjualan. Hutang meningkat dan menurun sejalan dengan pembelian dan penggunaan uang tunai oleh manajemen untuk membayar pajak dan lainnya. Manajer harus memantau semua komponen modal kerja ini untuk menghindari kesulitan yang dapat mendiskreditkan perusahaan.

Kebijakan modal kerja

Pengelolaan modal kerja terkait dengan bagaimana menentukan orientasi penggunaan kombinasi dari likuiditas dan profitabilitas, karena kedua aspek ini akan saling menggantikan. Jika likuiditas diperbesar maka aset lancar akan banyak menganggur, sehingga kemungkinan profitabilitas menjadi rendah dan sebaliknya. Titik temu antara likuiditas dan profitabilitas yang diharapkan akan menentukan pemecahan masalah bagi manajer keuangan. Manajer keuangan yang agresif akan mencari tambahan profitabilitas, mencoba untuk beroperasi dengan modal kerja atau aset lancar yang minimum. Manajer yang konservatif akan mengorbankan profitabilitas dan memilih untuk beroperasi dengan modal kerja yang maksimum untuk mengurangi risiko dalam memenuhi pembayaran kewajiban/hutang jangka pendek seperti gaji karyawan dan pembayaran hutang bank, sedangkan kebijakan modal kerja moderate mencari keseimbangan antara likuiditas dan profitabilitas (Philip L. Cooley, 1989). Kebijakan modal kerja mencakup seperangkat aturan yang menggambarkan cara perusahaan yang terkait dengan dilema yang timbul dari titik temu antara likuiditas dengan profitabilitas yang diharapkan. Misal kebijakan modal kerja konservatif yang menekankan likuiditas dari pada membiayai profitabilitas, maka aset lancar akan menjadi lebih besar dari pada hutang lancar, gambar 2.1 berikut menggambarkan kebijakan modal kerja konservatif dengan rasio aset lancar yang lebih besar:

Current Asset Turnover = Net Sales/Current Asset (Philip L. Cooley, 1989, pp.430)



Sumber: Philip L. Cooley, 1989, pp.429

Gambar 3. kebijakan modal kerja

Teori manajemen modal kerja menggambarkan bagaimana modal kerja seharusnya dikelola dan menunjukkan manfaatnya seperti likuiditas, solvensi, efisiensi, profitabilitas dan

maksimisasi kesejahteraan pemegang saham yang diterima oleh perusahaan dari ketepatan pengelolaan modal kerja (Brigham, et al, 1999, Gitman 1997). Modal kerja yang merupakan aset lancar dapat dibagi ke dalam beberapa komponen yang mencakup kas, piutang dan persediaan. Sedangkan hutang lancar mencakup komponen hutang dagang, hutang gaji, hutang utilitas dan sebagainya. Dengan demikian teori manajemen modal kerja juga dapat dilihat dari perkomponen modal kerja tersebut, seperti kas yang dikenal dengan teori *cash conversion cycle* (CCC).

Dari perspektif efisiensi, bisnis yang menunjukkan modal kerja per-dolar dari penjualan yang kecil dapat dikatakan sebagai manajemen modal kerja yang efisien (Tully, 1994). Untuk memenuhi kebutuhan efisiensi, manajemen modal kerja berupaya untuk meyakinkan bahwa investasi pada komponen modal kerja tidak boleh terlalu kecil atau terlalu besar. Terutama harus dapat meningkatkan likuiditas, mengatasi kehabisan bahan baku dan penjualan yang menurun. Berdasarkan profitabilitas, level investasi pada modal kerja dan pendanaan dari investasi tersebut pada berbagai level output tertentu, akan melibatkan titik temu antara risiko dan *return* (Madura and Veit, 1988). Salah satu teori modal kerja yang kerap digunakan adalah *cash conversion cycle* (CCC).

Teori siklus konversi kas atau **Cash Conversion Cycle** (CCC) ini menyatakan bahwa manajemen modal kerja mengikuti suatu perputaran tergantung pada jenis dari perusahaan yang dianalisis (Brealey and Myer, 2002). Dengan mengikuti perputaran, suatu perusahaan dapat menentukan modal kerja yang dibutuhkan pada berbagai titik waktu. Adapun tujuan dari teori CCC adalah untuk memberikan manfaat pada aspek kinerja keuangan bisnis.

Untuk memastikan kinerja keuangan bisnis, ada argumen bahwa CCC harus dikurangi ke titik di mana operasi bisnis tidak dirugikan (Moss dan Stine, 1993, Cheatham, 1989). Dikatakan bahwa semakin pendek CCC, semakin efisien operasi internal bisnis (Gentry, et al. 1990). Dengan merampingkan manajemen dan memeras uang tunai dari siklus operasi atau modal kerja, profitabilitas meningkat, kebutuhan pembiayaan eksternal berkurang, dan krisis kas yang dapat mengakibatkan likuiditas dan akhirnya kebangkrutan dapat dihindari (Chang, et al. 1995, Maness, 1994). Penurunan CCC meningkatkan posisi arus kas bisnis (Moss dan Stine, 1993, Gentry, et al. 1990, Cheatham, 1989) menyediakan bisnis dengan fleksibilitas finansial untuk menyesuaikan dengan perubahan dalam aktivitas bisnis (Schilling, 1996, Chang, et. al. 1995). Bisnis juga beroperasi lebih ekonomis (Moss dan Stine, 1993, Cheatham, 1989). Semakin pendek CCC, semakin efisien operasi internal bisnis (Gentry, et al. 1990). Teori CCC adalah bagian dari instrumen perhitungan modal kerja dengan melihat perputaran dari komponen modal kerjanya, secara lebih detail.

Per definisi perputaran modal kerja diartikan sebagai durasi yang diperlukan oleh perusahaan untuk mengkonversi uang tunainya ke dalam bahan baku atau barang jadi hingga perusahaan tersebut menerima kembali uang kas tersebut dari pelanggannya (piutang). Perputaran tersebut akan bervariasi dari perusahaan ke perusahaan dan dihitung berdasarkan pada karakteristik perusahaan seperti size, produk, aset dan sebagainya. Mengacu pada frekuensi perputaran maka semakin besar frekuensi perputaran, mengindikasikan akan semakin baik efisiensi pengelolaan modal kerja. Sebagaimana yang dikemukakan oleh Brealey dan Myer (2002), bahwa perputaran modal kerja untuk suatu perusahaan manufaktur akan mengikuti alur berikut:

1. Konversi uang tunai atau *cash* ke bahan baku
2. Bahan baku dikonversi ke barang dalam proses
3. Barang dalam proses dikonversi ke barang jadi
4. Barang jadi dikonversi ke piutang (penjualan kredit)
5. piutang dikonversi ke uang tunai

Hoang-Lan Le mengungkapkan bahwa modal kerja dipandang sebagai suatu pengukuran dari likuiditas dan efisiensi perusahaan akan berpengaruh terhadap kinerja keuangan

perusahaan. Secara spesifik hubungan antara manajemen modal kerja dengan kinerja keuangan bervariasi tergantung pada negara dan pasar (Hoang-Lan Le, et al, 2018).

Periode perputaran adalah aspek penting dalam pengelolaan modal kerja. Efisiensi merupakan salah satu dari tujuan pengelolaan modal kerja. Oleh karenanya perusahaan harus meyakinkan bahwa periode terikatnya dana pada aset lancar tidak terlalu panjang, semakin pendek periode terikatnya modal kerja dalam suatu perusahaan, maka akan menunjukkan semakin efisienlah kinerja perusahaan tersebut. Jumlah dari modal kerja juga seyogyanya menjadi perhatian karena akan menentukan jumlah total aset perusahaan. Dengan demikian keputusan manajemen terkait dengan jumlah modal kerja yang tertanam akan menentukan jumlah aset secara keseluruhan pada perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis bahwa kebijakan modal kerja memiliki dampak positif terhadap efisiensi penggunaan aset secara total atau *asset turnover* (ATO).

Modal kerja yang dibutuhkan bisnis dipengaruhi oleh sejumlah faktor (Arthur, J. 1992, 649). Kesalahan pengelolaan modal kerja dapat disebabkan karena beberapa faktor penting (Rafuse, M.E., 1996). Pembahasan banyak dilakukan untuk membicarakan tentang cara pengelolaan modal kerja yang berdampak signifikan pada profitabilitas, dari mulai tingginya proporsi modal kerja dibanding dengan total aset yang digunakan. Hal ini penting mengingat berapa besar sebenarnya jumlah modal kerja yang dapat dikelola dan digunakan secara efektif dan efisien (Pandey, J.M. 2006, 1225).

Pandemi Covid 19, telah mempengaruhi dunia bisnis secara fundamental, mengingat penjualan terutama dalam industri manufaktur mengalami penurunan yang cukup signifikan. Dengan demikian maka pilihan yang harus diambil adalah bagaimana agar perusahaan dapat bertahan hidup sehingga masih dimungkinkan untuk meneruskan usaha dan dapat bertumbuh lagi dimasa yang akan datang. Manajemen modal kerja merupakan komponen penting dari manajemen keuangan korporasi karena secara langsung akan berpengaruh terhadap efisiensi dan profitabilitas perusahaan (Osundina, 2014). Kebijakan manajemen modal kerja berhubungan dengan investasi pada aset lancar (*current asset*) perusahaan dan keputusan pendanaan dan kebijakan tersebut diambil oleh perusahaan agar dapat menentukan besaran aset lancar dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan (Nazir dan Afza, 2009).

Beberapa temuan penelitian yang menunjukkan dampak dari Covid-19 terhadap kinerja keuangan dapat dilihat diantaranya Sulistiyani dan Setiyo Riyanto (2020), menemukan bahwa industri manufaktur sangat terpengaruh oleh Pandemi Covi-19. Sementara Siraj et al (2020) mengungkap bahwa secara keseluruhan manajemen modal kerja tidak dapat berjalan secara optimal karena perputaran modal kerja yang terjadi hanya mencapai maksimal 4.42 kali, dan perputaran kas yang dicapai 2.61 kali, inilah yang mengakibatkan Telkomsel tidak secara signifikan dapat meningkatkan profitabilitasnya seperti tahun sebelumnya.

METODE PENELITIAN

Metode

Metoda penelitian yang digunakan bersifat deskriptif dan eksplanatif. Secara deskriptif penelitian ini, diharapkan akan memberikan gambaran mengenai bagaimana pola pengelolaan modal kerja dari perusahaan manufaktur syariah selama pandemi Covid 19, dengan menggunakan alat analisis regresi sederhana dengan bantuan software Smart_PLS3. Melalui analisis ini, diharapkan dapat dilihat seberapa besar proporsi dari perusahaan manufaktur syariah yang menggunakan kebijakan modal kerja secara agresif dan seberapa besar yang konservatif. Melalui alat analisis ini juga diharapkan akan didapat penjelasan (eksplanasi), mengenai bagaimana dampak dari kebijakan modal kerja pada efisiensi penggunaan aset secara total dari perusahaan selama masa pandemi Covid 19.

Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2020 dibagi ke dalam tiga sektor yaitu; sektor industri barang dan konsumsi, sektor industri dasar dan kimia dan sektor aneka industri. Adapun yang terdaftar di BEI tahun 2020 adalah 193 perusahaan manufaktur.

Setelah diseleksi berdasarkan kriteria kesyariahan dan kelengkapan datanya, diperoleh sekitar 87 perusahaan. Dalam rentang waktu, 3 triwulan pada periode pandemi covid 19, tahun 2020, diperoleh 259 unit observasi.

Operasionalisasi variabel

Penelitian ini terkait dengan variabel efisiensi, dan kebijakan modal kerja. Efisiensi sebagai variabel laten dependen pada penelitian ini menggunakan indikator reflektif yang meliputi, *net profit margin* (PM) dan *asset turnover* (ATO). Pertama adalah *profit margin* (PM) yaitu untuk mengukur seberapa besar setiap unit penjualan dapat menghasilkan unit laba bersih. Kedua adalah *asset turnover* (ATO) yaitu untuk mengukur berapa besar tingkat perputaran aset dalam setiap periode. Semakin tinggi perputaran aset akan semakin baik efisiensi perusahaan. Hal ini mencerminkan seberapa besar pemanfaatan aset yang dimiliki dapat menghasilkan pendapatan penjualan. Sedangkan kebijakan modal kerja sebagai variabel laten independen akan di proksi dengan indikator tunggal berupa *current asset turnover* (CAT) yaitu untuk mengukur seberapa besar perputaran aset lancar dapat dicapai setiap periode tertentu. Hal ini merefleksikan seberapa besar pendapatan penjualan untuk setiap rupiah aset lancar yang diinvestasikan dalam modal perusahaan.

Sebagai indikator pengukuran dari kinerja keuangan perusahaan maka ke tiga item instrumen pengukuran tersebut dapat diformulasikan sebagai berikut (Philip Cooley and Peyton Foster Roden, 1998, pp. 427-430) :

$$PM = \frac{EAT}{NetSales} \quad ATO = \frac{NetSales}{TotalAsset} \quad CAT = \frac{NetSales}{averageCurrentAsset}$$

Model Penelitian

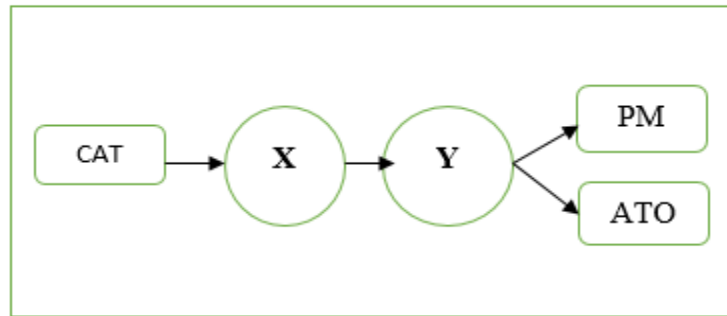
Penelitian ini mengkaji bagaimana dampak dari kebijakan modal kerja terhadap efisiensi perusahaan selama pandemi Covid 19, periode tahun 2020. Dengan dasar itulah maka relasi antara kedua variabel tersebut akan menggambarkan hubungan dari kebijakan modal kerja sebagai variabel laten independen (X) dan efisiensi sebagai variabel laten dependen (Y).

Analisis berikutnya berdasarkan temuan deskriptif tersebut kemudian dikaji bagaimana karakteristik dari hubungan kebijakan modal kerja dengan efisiensi. Mengacu pada deskripsi tersebut, maka model persamaan matematikanya dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$Y_i = a + b_i X_i + z$$

Dimana :

Y_i adalah variabel laten dependen “efisiensi” yang terdiri dari indikator reflektif: *PM*, *ATO*, a intercept, X yaitu variabel laten independen “kebijakan modal kerja”, yang dibentuk dari indikator formatif tunggal yakni *current asset turnover* (*CAT*) dan e adalah error (nilai residu). Secara grafis model hubungan tersebut dapat digambarkan sebagaimana gambar 3.1, di bawah ini:



Sumber: dibuat untuk kajian ini
Gambar 4. Model grafis penelitian

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi statistik

Berdasarkan hasil analisis deskriptif dapat dilihat gambaran umum tentang kebijakan modal kerja dan kinerja efisiensi perusahaan selama pandemi Covid 19, periode tahun 2020, sebagaimana dapat dilihat pada Tabel 1. di bawah ini :

Tabel 1. Deskripsi statistik

Deskripsi Nilai	CAT	PM	ATO
Rata-rata	0,9095	0.0086	0.4296
Maksimum	3.6846	1.1898	3.5803
Minimum	0.1144	-1.9569	0.0141
Diatas rata-rata (%)	33	58	37
Dibawah rata-rata (%)	67	42	63

Sumber : diolah dari data sekunder 2020

Mengacu pada data pada Tabel 1. di atas dapat dideskripsikan bahwa perusahaan manufaktur syariah selama Pandemi Covid 19 kondisinya sebagai berikut:

1. *Profit margin* (PM) yang dicapai perusahaan manufaktur syariah selama pandemi covid 19, adalah rata-rata 0.86 persen, dan PM tertinggi yang dicapai adalah 118.98 persen serta PM terendah yang dicapai adalah minus 195.69 persen. Adapun PM di atas rata-rata, di raih oleh sekitar 58 persen perusahaan dan sisanya di bawah rata-rata sebesar 42 persen perusahaan.
2. Perputaran aset (ATO) dalam periode 2020 yang dicapai perusahaan manufaktur syariah selama pandemi covid 19, adalah rata-rata 0.4296 kali. ATO tertinggi dicapai 3.5803 kali dan terendah dicapai sebanyak 0.0141 kali. Perusahaan yang mencapai perputaran aset di atas rata-rata adalah hanya 37 persen dan sisanya 63 persen di bawah rata-rata.
3. Berdasarkan kebijakan modal kerja yang dianut selama pandemi Covid 19 (lihat CAT pada Tabel 1.), dapat dijelaskan bahwa sebagian besar perusahaan maufaktur syariah menjalankan kebijakan modal kerja konservatif (67%) dimana pada masa normal adalah sebagian besar menganut kebijakan modal kerja agresif (84%).

Hasil uji model penelitian

Berdasarkan pada uji model dimulai dengan uji validitas dan reliabilitas dari masing masing variabel dalam model dapat dijelaskan berikut:

Tabel 2. Hasil uji model (Smart_PLS-3)

Variabel	Outer Loadings	Cronbach's Alpha	Composite Reliability	Average Variance Extracted (AVE)
Kebijakan Modal Kerja (X)		1,000	1,000	1,000
<i>Current asset turnover</i> (CAT)	1,000			
Efisiensi (Y)		0,099	0,571	0,506
<i>Asset turnover</i> (ATO)	0,995			
<i>Profit margin</i> (PM)	0,151			

Sumber : diolah dari data sekunder 2020

Uji Validitas

Validitas konvergen = AVE >0,5 atau dapat dilihat dari nilai *outer loadings* >0,7 (Hair et al., 2014) → Valid. Berdasarkan nilai AVE (Tabel 2.), Variabel X dan Y dinyatakan valid karena mempunyai nilai AVE > 0,5 yaitu 1,000 dan 0,506. Namun berdasarkan *outer loadings* indikator PM tidak valid karena mempunyai nilai *outer loadings* lebih kecil dari 0,7 yaitu 0.151.

Uji Reliabilitas

Reliabilitas = *Composite Reliability* > 0,6 atau dapat dilihat dari nilai *Cronbach's Alpha* > 0,7. → Reliabel. Berdasarkan hasil perhitungan diatas (Tabel 2.) dinyatakan bahwa variabel X reliabel karena mempunyai nilai *composite Reliability* >0,6 dan *Cronbach's Alpha* >0,7. Sedangkan variabel Y tidak reliabel karena mempunyai nilai *composite reliability* 0,571 <0,6 dan *Cronbach's Alpha* bernilai 0,099 yang lebih kecil dari 0,7.

Uji kolinearitas

Tabel 3. Hasil uji kolinieritas (Smart_PLS-3)

Variabel	VIF (Variance Inflation Factor)
CAT	1.000
ATO	1.003
PM	1.003

Sumber: diolah dari data sekunder 2020

Uji Kolinearitas dapat dilihat dari nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Berdasarkan data diatas dapat diketahui bahwa konstruk terhindar dari kolinearitas karena nilai VIF berada di rentang 0,20-5 (Hair at al., 2014)

Uji Koefisien Determinasi

R Square yang didapat sebesar 0,477 yang berarti bahwa perubahan variabel modal kerja mempunyai kontribusi dalam menjelaskan perubahan variabel efisiensi sebesar 47,7% dan 52,3% dijelaskan oleh faktor lain.

Hasil uji hipotesis

Tabel 4 di bawah ini menyajikan hasil analisis dari hubungan variabel laten eksogen kebijakan modal kerja dengan variabel laten endogen efisiensi :

Tabel 4. Hasil uji hipotesis variabel (Smart_PLS-3)

Variabel Laten Eksogen	Variabel Laten Endogen "Efisiensi"		
	Original sampel	t-statistik	P-Value
Kebijakan modal kerja	0.691	13.781	<0.001***

*** statistically significant at 5%

Sumber: diolah dari data sekunder 2020

Original sampel (O) berfungsi untuk mengetahui arah hubungan antar variabel dan *t-statistics* untuk mengetahui signifikansi. Original sampel yang bernilai positif maka hubungan antar variabel memiliki arah yang positif dan dapat diartikan juga bahwa ada pengaruh dan hubungan antar variabel. Sebaliknya jika bernilai negatif maka mempunyai arah yang negatif dan tidak mempunyai pengaruh dan hubungan antar variabel. Apabila *t-statistic* bernilai $> 1,96$ maka hubungan antar variabel adalah signifikan (Hair et al., 2014).

Berdasarkan perhitungan diatas, dapat diketahui variabel X terhadap Y mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan karena nilai Original sampel yang bernilai 0,691 dan mempunyai nilai T Statistics 13,781 lebih besar dari 1,96. Selain itu dapat dilihat juga dari nilai P-values sebesar 0,000 yang berarti $0,000 < 0,05$ (taraf signifikansi) yang menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan variabel X terhadap variabel Y. Maka dari itu dapat disimpulkan bahwa kebijakan modal kerja secara statistik berpengaruh positif dan signifikan terhadap Efisiensi pada masa pandemi Covid 19.

Pembahasan

Mengacu pada hasil pembahasan secara deskriptif diperoleh gambaran bahwa perusahaan manufaktur syariah selama pandemi Covid 19, tahun 2020, 33 persen melakukan kebijakan modal kerja agresif artinya sebagian kecil, perusahaan-perusahaan manufaktur yang masih lebih berorientasi pada *profit* dibanding pada likuiditas dan sisanya 67 persen menganut kebijakan modal kerja konservatif. Padahal pada masa sebelum pandemi Covid 19, hampir 85 persen perusahaan yang tergabung dalam industri manufaktur syariah ini, menjalankan kebijakan modal kerja agresif. Dengan demikian berarti industri ini sebagian besar merubah kebijakan modal kerjanya dari agresif ke konservatif. Bahwa pada masa pandemi Covid 19 ini industri manufaktur syariah secara spesifik menunjukkan, perputaran aset lancarnya turun hingga mencapai tingkat moderate yakni rata-rata 0.9095 kali, dengan *proffit margin* rata-rata 0.86 persen, dimana pada periode normal sebelumnya, perputaran aset lancarnya 2.067 kali, dengan rata-rata *proffit margin* 2.73 persen. Sungguh merupakan penurunan kinerja yang cukup signifikan yakni 300 persen atau 3 kali lipat baik dalam perputaran aset lancar maupun *profit margin*.

Temuan tersebut sejalan dengan teori perputaran konversi kas atau **Cash Conversion Cycle** (CCC) yang mengungkapkan bahwa manajemen modal kerja mengikuti suatu perputaran tergantung pada jenis dari perusahaan yang dianalisis (Brealey and Myer, 2002). Penelitian mengenai dampak manajemen modal kerja terhadap kinerja keuangan perusahaan, dimana sebagian besar studi menunjukkan bahwa manajemen modal kerja secara signifikan berpengaruh terhadap profitabilitas atau efisiensi perusahaan, walaupun demikian secara spesifik hubungan antara kedua faktor tersebut bervariasi tergantung pada negara dan pasar (Hoang-Lan Le, et al, 2018).). Temuan ini juga sejalan dengan hasil penelitian yang diungkap oleh Siraj et al (2020), dimana ditemukan bahwa perputaran kas selama Pandemi Covid-19 hanya 2.61 kali sehingga manajemen modal kerja secara keseluruhan tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap profitabilitas perusahaan.

Temuan berikutnya adalah lebih spesifik penelitian ini membuktikan bahwa secara statistik terdapat efek positif dan signifikan dari kebijakan modal kerja terhadap efisiensi yang diukur dengan *asset turnover*. Dengan kata lain ketika kebijakan modal kerja menurun maka efisiensi juga mengalami hal yang sama dan sebaliknya. Kendati demikian pengaruh ini secara khusus bila dilihat dari indikatornya menunjukkan bahwa perputaran aset lancar berpengaruh positif dan signifikan pada perputaran total aset atau efisiensi pada pemanfaatan aset dalam menghasilkan penjualan. Bukti ini menguatkan teori bahwa peningkatan efisiensi modal kerja akan meningkatkan efisiensi aset secara total. Kendati demikian pada masa pandemi covid 19 ini, secara khusus tidak memiliki efek yang signifikan pada aspek komersialnya yaitu profitabilitas yang diukur dengan *profit margin*. Temuan ini masih relatif baik dibanding dengan temuan dari

Huayu Shen et al, 2020, yang menunjukkan bahwa pada masa pandemi covid 19 kebijakan modal kerja memiliki dampak negatif terhadap kinerja perusahaan yang terdaftar di bursa efek China, kinerja ini lebih dirasakan ketika skala investasi perusahaan atau pendapatan penjualan volumenya menjadi lebih kecil, dan dampak ini meluas secara serius pada wilayah dan industri. Temuan ini merupakan bukti empirik secara umum dari hubungan antara pandemik dengan kinerja perusahaan (Huayu Shen et al, 2020). Temuan ini juga sejalan dengan bukti dari hasil penelitian pada saat krisis keuangan tahun 2008, yang dengan analisis OLS, mengungkap adanya hubungan yang negatif antara modal kerja kotor dengan kinerja bisnis di negara Erofa-28. Hasil penelitian lainnya juga menunjukkan bahwa likuiditas yang diukur dengan *current ratio* memiliki dampak signifikan secara statistik pada kinerja bisnis yang dicerminkan pada ROA di negara tersebut (Ali Ihsan Akgun and Ayyuce Memis Karatas, 2020). Secara statistik temuan ini relevan juga dengan hasil penelitian Siarj et al (2020) yang menunjukkan bahwa manajemen modal kerja selama Pandemi Covid-19 tidak bekerja secara optimal yakni hanya mencapai 4.21 kali, sehingga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap profitabilitas perusahaan.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Kesimpulan

Mengacu pada pertanyaan penelitian dalam pendahuluan dan hasil pembahasan terdahulu dapat disimpulkan hal-hal sebagai berikut

1. Pada umumnya perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam industri manufaktur syariah pada masa pandemi Covid 19 periode 2020, melakukan kebijakan modal kerja konservatif (67 persen) dimana pada masa sebelum pandemi perusahaan yang melakukan kebijakan modal kerja konservatif hanya 15 persen. Hal ini merupakan refleksi bahwa pada masa pandemi umumnya manajerial perusahaan lebih berhati-hati dalam menghadapi kondisi perekonomian, pada kondisi masa pandemi Covid 19 yang ditandai dengan turunya permintaan terhadap produk industri khususnya. Hal ini juga sekaligus merefleksikan bahwa manajerial perusahaan lebih berorientasi pada aspek pendanaan yakni dengan mengurangi beban biaya dana perusahaan.
2. Kebijakan modal kerja konservatif sebagaimana yang dilakukan oleh sebagian besar perusahaan yang tergabung dalam industri manufaktur syariah pada masa pandemi ini, secara statistik memiliki dampak yang positif dan signifikan terhadap efisiensi perusahaan. Dengan kata lain bahwa pergeseran kebijakan modal kerja dari agresif ke konservatif memberi pengaruh yang positif pada perputaran aset secara keseluruhan atau efisiensi perusahaan dalam penggunaan aset untuk menghasilkan penjualan. Secara spesifik dapat diungkapkan bahwa penurunan perputaran aset lancar pada masa pandemi telah memberi dampak menurunkan efisiensi perusahaan dalam pemanfaatan aset untuk menghasilkan penjualan. Hal ini sejalan dengan teori yang ada, dimana secara umum ada relasi yang searah antara peningkatan efisiensi dengan profitabilitas. Kendati demikian semakin lemahnya perputaran aset lancar pada masa pandemi secara spesifik tidak memberi dampak yang signifikan pada *profit margin*. Hal ini berbeda dengan temuan penelitian Huayu Shen et al, 2020, di Bursa Efek China yang bahkan menunjukkan melemahnya perputaran modal kerja berdampak negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan pada masa pandemi Covid 19.

Penelitian ini sangat khusus menelaah kondisi Pandemi Covid-19, yang berdampak pada pengelolaan modal kerja dan efeknya terhadap efisiensi perusahaan untuk sektor industri manufaktur syariah. Sehingga waktu, data dan sektor yang diamati sangat spesifik pada periode tertentu dalam hal ini tahun 2020. Dengan demikian maka implikasi yang dapat ditemukan juga lebih khusus. Untuk itu mungkin penelitian yang sama dapat dilakukan buat waktu yang lebih luas di luar sektor tersebut, misal dalam sektor *food and baverage*, sehingga dapat menemukan konsep pengelolaan modal kerja yang lebih bervariasi.

Implikasi

Berdasarkan pada temuan di atas, bahwa pada umumnya manajerial perusahaan sebagian besar bersikap berhati-hati dalam menghadapi masa pandemi Covid 19 ini, sehingga mereka menggeser kebijakan modal kerjanya dari agresif ke konservatif. Kondisi ini mencerminkan bahwa manajerial lebih menggeser kepentingan dari mengejar profit ke posisi untuk mempertahankan likuiditas dan menghindari beban yang mungkin terlalu berat dari aspek pendanaannya. Oleh karena itu pihak pemerintah sebagai regulator yang memiliki kepentingan pada keberadaan perusahaan yang berfungsi sebagai penyedia kesempatan kerja pada masyarakat dan fungsi sebagai penyumbang pajak bagi pemerintahan dalam menunjang kelangsungan hidup negara sangat *urgen* untuk menjaga agar industri dapat tetap bertahan hidup. Disamping itu juga pemerintah dapat meneruskan kebijakan pemberian bantuan tunai langsung dalam rangka terus meningkatkan daya beli masyarakat.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T & Adnan, S.M. (2007). Determinants of corporate cash holdings; A case study of Pakistan, Proceedings of Singapore Economic Review Conference (SECR) 2007, August 01-04, organized by Singapore Economic Review and The University of Manchester (Brooks World Poverty Institute), Singapore, pp.164-5
- Ali Ihsan Akgun and Ayyuce Memis Karatas (2020). Investigating the relationship between working capital management and business performance: evidence from the 2008 financial crisis of EU-28, International Journal of Managerial Finance, Emerald Publishing Limited 1743-9132, DOI 10.1108/IJMF-06-2019-0294
- Arthur, J. (1992). Basic Financial Management (pp.649), New Jersey; Prantice Hall Publisher
- Brealey, Richard A. and Myer, Stewart, Priciple of Corporate Finance”, seventh edition, New York, Mc. Graw Hill, 2002
- Budiyanti, Eka. (2020). Dampak Virus Corona Terhadap Sektor Perdagangan Dan Pariwisata Indonesia, Jurnal Ekonomi Dan Kebijakan Publik, 12(4): 19-24
- Campbel R. Harvey et al (2011). Access to Liquidity and Corporate Investment in Europe During the Financial Crisis”, Duke University & NBER, Agustus 18, 2011
- Charitou et al. (2012). The Relationship Between Working Capital Management And Firm’s Profitability: An Empirical Investigation For An Emerging Asian Country”, International Business & Economics Journal, Vol.11, NO. 8, 2012
- Cooley, Philip, and Peyton Foster Roden. (1998). Business Financial Management, The Dryden Press, United State of America, 1998
- Garcia-Teruel and Salano. (2007). Effect of Working Capital Management on SME Profitability, International Journal of Mangerial Finance- April 2007, DOI:10.1108/17439130710738718
- Gill A. And Mathur, N. (2011). The impact of board size, and corporate liquidity on the profitability of Canadian service firms, Journal of applied finance and banking, Vol.1, No. 3, pp.83-95
- Gill and Biger. (2013). The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms, Managerial Finance 39(2): 116-132 DOI: 10.1108/03074351311293981
- Gill and Mathur. (2011). Board size, CEO duality and the value of Canadian manufacturing firms, Journal of applied finance & Banking, vol.1, no.3, 2011, 1-13
- Hadinata, Christian. (2017). Policy Identification of the Working Capital Management of Medium Size Business, Meditrenean Journal of Social Sciences, Vo. 8, No. 6 November 2017
- Hoang-Lan Le et al. (2018). Impact od Working Capital Management on Financial Performance: The case of Vietnam”, International Journal of Applied Economic, Finance and Accounting, ISSN 2577-267X, Vol. 3, No.1, pp. 15-20, DOI. 10.33094/8.2017.2018.31.15.20
- Huayu Shen et al. (2020). The Impact of Covid-19 Pandemic on Firm Performance, Emerging Market Finance and Trade, Vol.56, No.10, pp.2213-2230, <https://doi.org/10.1080/154096X.2020.1785863>
- Javid, S. & Zita, V.P. (2014). Impact of Working Capital Policy on Firm’s Profitability; A Case of Pakistan Cement Industry’, Research Journal of Finance and Accounting, 5(5)
- Kaddumi and Ramadan. (2012). Profitability and Working Capital Management The Jordanian Case, International Journal Economic of Finance, Vol.4, No.4, April 2012

- Kementerian Kesehatan. (2020, April 16). Situasi terkini perkembangan Coronavirus Disease (COVID-19) 2020. Retrieved April 16, 2020, from Kemenkes website: <https://covid19.kemkes.go.id>
- Lindgren, C.J., et al. (1999). Financial Sector Crisis and Restructuring Lesson from Asia", Occasional Paper 188, International Monetary Fund, Washington DC.
- Nadiri, M.I. (1969). The determinants of real cash balances in the U.S. total manufacturing sector, The Quarterly Journal of Economics, Volume 83, Issue 2 (Mey, 1969) 173-196
- Napompech, K. (2012). Effect of Working Capital Management on the Probability of Thai Listed Firm, International Journal of Trade, Economic and Finance, 3, 227-232, <https://doi.org/10.7763/IJTEP.2012.V3.250>
- Nazir dan Afza. (2009). Impact of Agressive Working Capital Management Policy on Firms Profitability, The IUP Journal of Applied Finance, 15(8); 19-30
- Nguyen., et al (2016). Liquidity creation, regulatory capital and bank profitability", International Review of Financial Analysis, 2016, vol.48, issue C, 98-109
- Nwankwo, O and G.S. Osho. (2010). An Empirical Analysis of Corporate Survival and Growth: Evidence from Efficient Working Capital Management, International Journal of Scholarly Academic Intellectual Diversity, 12(1); 1-13
- Osundina, J.A. (2014). Working Capital Management and Profitability: Evidence from Quoted Food and Beverage Manufacturing Firm in Nigeria Research, Journal of Finance and Accounting, 5; 101-107
- Pandey, J.M. (2006). Financial Mangement, (pp. 1225), New Delhi; Vikas Publishing Company Ltd.
- Rafuse, M.E. (1996). Working Capital Management An Urgan need to Refocus, Journal of Management Decision, 34(2), 59-63
- Raheman, A., & Nasr, M. (2007). Working Capital Management and Profitability Case Pakistani firms, International Review of Business Research Paper, 3(1); 279-300
- Scott Besley & Eugene F. Brigham (2005). Essential of Mangerial Finance, Dryden Press series in finance 13th edition, Thomson/South-Western, 2005
- Siraj, Muhammad Luthfi et al. (2020). The Company's Working Capital Management during the Covid-19 Pandemic to Increase the Profitability Limited Company Telkomsel ini Makasar City, Pinisi Business Administration Review, Vol.2, No.2, September 2020, pp. 135-140/ ISSN (Print): 2656-6524, Homepage: <https://ojs.unm.ac.id/index.php/pbar/index>
- Sulaksono, Seto et al. (2012). The Effect of Working Capital Turnover and Profitability of Inventory Turnover Manufacturing Companies Listed ini Indonesia Stock Exchange, Journal of Applied Accounting and Taxation, Vo.3, No.1, March 2018, 95-98, e-ISSN:2548-9925
- Sulistiyani and Setyo Riyanto. (2020). The Impact of the Covid-19 Pandemic on the Manufacturing Industri, International Journal of Research and Innovation in Social Science (URISS) Volume IV, Issue VI, June 2020/ISSN 2454-6186
- Valipour et al (2012). Relationship between working capital, operating cash flows and operating income: empirical evidences from listed firm in Tehran stock exchange, Asian Economic and Financial Review 2(1):20-29
- Verikios G, Sullivan M, Stojanovski P, Giesecke J. 2011. The Global Economic Effects of Pandemi Influenza. 14th Annu Conf Glob Econ Anal 1-41
- Weinraub and Visscher. (1998). Industry Practice relating to Agressive Conservatif Working Capital Policies", Journal of Financial and Strategic Decisions Volume.11, No.2
- World Health Organization. (2020). Coronavirus disease (COVID-2019) situation report
- Zariyawati et al. (2009). Working Capital Management and corporate performance: Case of Malaysia,"Journal of Modern Accounting and Auditing, Vol.5, No.11, Nov. 2009 (serial No.54), ISSN 1548-6583-USA