

DETERMINAN KINERJA PERUSAHAAN PADA INDUSTRI PENGHASIL BAHAN BAKU YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2012-2016

Arief Hamdan Syarief

Universitas Jenderal Soedirman

Email: feira.nadmah@yahoo.co.id

ABSTRAK

Kata kunci:
Ukuran perusahaan, struktur modal, *agency cost*, kepemilikan manajerial, kinerja perusahaan, *economic value added*

Tujuan penelitian adalah menganalisis pengaruh ukuran perusahaan, struktur modal, *agency cost* dan kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan dengan pendekatan *economic value added* pada industri penghasil bahan baku yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012 - 2016. Data penelitian pada penelitian ini diperoleh dari data sekunder yaitu data yang sudah tersedia dalam laporan keuangan atau laporan tahunan yang dipublikan oleh perusahaan-perusahaan pada sektor industri penghasil bahan baku dengan jumlah 17 perusahaan. Alat analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda dan pengujian hipotesis menggunakan perhitungan uji t. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan struktur modal berpengaruh positif terhadap *economic value added*, sedangkan *agency cost* dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *economic value added*.

ABSTRACT

Keywords:
Company size, capital structure, agency cost, managerial ownership, company performance, economic value added

The research objective was to analyze the effect of company size, capital structure, agency cost and managerial ownership on company performance with an economic value added approach in raw material producing industries listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2012 - 2016. The research data in this study were obtained from secondary data, namely data already available in financial reports or annual reports published by companies in the industrial sector producing raw materials with a total of 17 companies. The analytical tool used is multiple linear regression and hypothesis testing using t test calculations. The results of the study show that firm size and capital structure have a positive effect on economic value added, while agency costs and managerial ownership have no effect on economic value added.

PENDAHULUAN

Perusahaan merupakan organisasi yang didirikan oleh seseorang atau sekelompok orang atau badan lain yang kegiatannya melakukan produksi dan distribusi guna memenuhi kebutuhan ekonomis manusia. Tujuan utama didirikannya perusahaan adalah untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Kesejahteraan dapat ditingkatkan melalui kinerja keuangan perusahaan (*firm performance*) yang baik. Peningkatan kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu cara dalam meningkatkan kemakmuran dan kesejahteraan para pemilik modal atau pemegang saham (Brigham & Houston, 2001). Menurut (Sutrisno, 2009) kinerja keuangan perusahaan adalah prestasi yang dicapai perusahaan dalam suatu periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan perusahaan tersebut.

Menurut (Weston & Copeland, 1992) kinerja keuangan perusahaan adalah pencerminan keputusan-keputusan strategis, operasi dan pembiayaan yang dilakukan oleh perusahaan. (Wulandari, 2006) menyatakan bahwa kinerja keuangan adalah gambaran prestasi yang dicapai perusahaan dalam kegiatan operasionalnya. Kinerja keuangan perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rasio keuangan. Rasio keuangan merupakan perbandingan angka yang ada

dalam laporan keuangan yang digunakan untuk menilai keadaan keuangan/kinerja keuangan perusahaan (Siagian, 2008).

Menurut Munawir (2010) kinerja keuangan perusahaan merupakan satu diantara dasar penilaian mengenai kondisi keuangan perusahaan yang dilakukan berdasarkan analisa terhadap rasio keuangan. Pihak yang berkepentingan sangat memerlukan hasil dari pengukuran kinerja keuangan untuk dapat melihat kondisi perusahaan dan tingkat keberhasilan perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasional. Kinerja keuangan perusahaan dikategorikan baik jika besarnya rasio keuangan perusahaan bernilai sama dengan atau diatas standar rasio keuangan.

Terdapat banyak faktor yang dapat mempengaruhi naik atau turunnya kinerja perusahaan, salah satunya yaitu ukuran perusahaan. (Shaheen & Malik, 2012) menyatakan bahwa ukuran perusahaan memainkan peran penting dan penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan. (Babalola, 2013) berpendapat bahwa semakin besar sebuah perusahaan, semakin banyak pengaruhnya pada pemangku kepentingan. Ukuran perusahaan merupakan salah satu penentu dalam memperoleh dana dari para investor.

(Lee, 2009) dan (Olawale et al., 2017) menemukan pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang besar lebih menjanjikan kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang ukuran lebih kecil. Perusahaan yang memiliki ukuran yang besar memiliki potensi yang lebih besar pula untuk menginvestasikan sum ber daya yang dimiliki. Perusahaan sebisa mungkin dalam pengelolaan investasinya harus mampu menciptakan nilai bagi para pemegang saham. Perusahaan yang kepemilikan aset yang besar menunjukkan daya saing perusahaan lebih tinggi dibandingkan dengan pesaing utamanya dan nilai perusahaan akan meningkat karena adanya respon positif dari investor.

Penelitian yang dilakukan (Wright et al., 2009) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja. Namun penelitian (Talebnia et al., 2010) dan (Fachrudin, 2011) menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan, alasannya karena ukuran perusahaan tidak menjamin bahwa perusahaan yang lebih besar akan menjamin kinerja yang baik. Misalnya meskipun kepemilikan aset perusahaan besar, tetapi ketika pengelolaan manajemennya kurang bagus, maka tidak akan memberikan hasil yang maksimal bagi perusahaan.

Menurut (Salim & Yadav, 2012) kinerja perusahaan dipengaruhi oleh berbagai variabel, dan struktur modal adalah salah satunya. (Mahaputeri & Yadnyana, 2014) menyatakan bahwa struktur modal merupakan kunci perbaikan produktivitas dan kinerja perusahaan. Struktur modal adalah hasil atau akibat dari keputusan pendanaan yang intinya apakah perusahaan akan menggunakan hutang atau ekuitas. Keputusan pendanaan yang salah bisa berdampak pada kinerja perusahaan. Misalnya ketika perusahaan memutuskan untuk menggunakan data utang yang terlalu tinggi itu memberikan risiko gagal bayar bagi perusahaan karena adanya beban bunga yang tinggi.

Kebijakan pendanaan tercermin dalam besarnya *debt to equity ratio*. Pada kondisi tertentu perusahaan dapat memenuhi kebutuhan dananya dengan menggunakan sumber dananya yang berasal dari internal namun karena adanya pertumbuhan perusahaan maka perusahaan membutuhkan dana yang semakin besar sehingga dalam memenuhi kebutuhan dana tersebut, perusahaan menggunakan sumber dana dari eksternal atau luar perusahaan yakni hutang.

Perusahaan yang menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan harus memperhatikan berbagai risiko yang akan timbul atas pinjaman tersebut. Karena penggunaan hutang mempunyai risiko yang tinggi yaitu biaya modal. Hutang yang semakin meningkat akan menimbulkan beban bunga yang meningkat pula sehingga perusahaan harus dapat menutupi beban bunga tersebut melalui laba operasi yang didapatkan. Beban bunga yang besar akan mengurangi laba operasi yang ada dan akan mengakibatkan penurunan pada laba bersih,

sehingga kinerja dari perusahaan juga akan menurun. Oleh karena itu penggunaan modal sendiri atau modal eksternal tentu harus benar-benar memperhatikan kondisi perusahaan (Suad, 2005).

Beberapa penelitian sebelumnya mengenai struktur modal terhadap kinerja perusahaan belum konsisten (positif, negatif, tidak signifikan). (Fosu, 2013) dan (Khan et al., 2012) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. (Muritala, 2012) serta (Ahmad et al., 2014) menemukan hasil yang berbeda yaitu bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Faktor lain yang diduga menjadi faktor yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan adalah *agency cost*. Untuk mencapai tujuan utamaperusahaan pemilik perusahaan menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional yaitu manajer. Namun, dalam kenyataannya pihak manajemen perusahaan memiliki kepentingan terhadap kemakmuran dirinya sendiri yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Masalah keagenan dihadapi para pemegang saham ketika para pemegang saham kesulitan untuk memastikan bahwa dananya tidak disalahgunakan oleh manajemen perusahaan untuk mendanai kegiatan yang tidak menguntungkan para pemegang saham (Wulandari, 2006).

Pendapat lain dikemukakan oleh (Jensen & Meckling, 1976) yang menyatakan bahwa seringkali pihak manajemen atau manajer perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut sehingga akan timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham ini mengakibatkan timbulnya konflik yang biasa disebut *agency conflict*, hal tersebut terjadi karena manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi dari manajer karena apa yang dilakukan manajer tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan, yang akhirnya akan berdampak terhadap kinerja perusahaan.

Beberapa studi mengenai pengaruh *agency cost* terhadap kinerja perusahaan memberikan hasil yang variatif. (Chung et al., 2005) dan (Wang, 2010) menemukan bahwa *agency cost* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Sementara (SALIM, 2014) mendapati hasil yang berbeda yaitu *agency cost* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Faktor lain yang bisa mempengaruhi kinerja perusahaan adalah kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan saham oleh manajer. Menurut (Siallagan & Machfoedz, 2006) dengan memberikan kesempatan manajer untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan untuk menyetarakan kepentingan dengan pemegang saham. Dengan keterlibatan kepemilikan saham, manajer akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas keputusan yang diambilnya. Selain itu dengan adanya keterlibatan kepemilikan saham, manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan. Dengan kepemilikan saham oleh manajer, diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan para *principal* karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Riset terdahulu yang dilakukan oleh (Gill & Obradovich, 2012) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Namun, hasil penelitian yang dilakukan (Darwis, 2009) dan Bayrakdaroglu et al. (2012) menyatakan bahwa tidak ada pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan. (Darwis, 2009) menyatakan tidak berpengaruhnya kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan perusahaan karena kepemilikan saham oleh manajer masih sangat kecil maka manajer belum merasakan manfaat dari kepemilikan tersebut sehingga kemungkinan manajer akan bertindak untuk kepentingan dirinya sendiri.

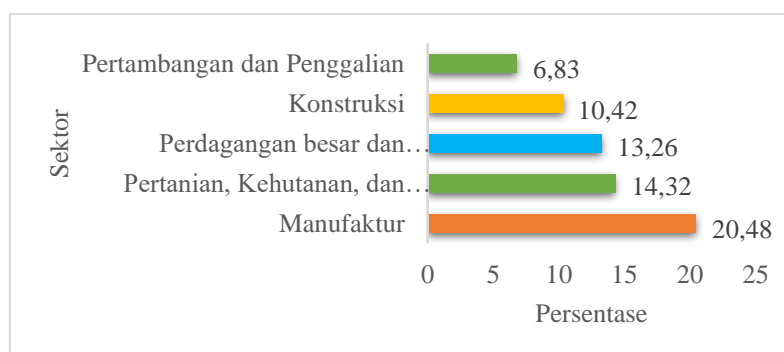
Penelitian ini dilakukan karena adanya *research gap* yaitu perbedaan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Fachrudin, 2011) dan (Immanuela, 2014). (Fachrudin, 2011) meneliti pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan, dan *agency cost* terhadap kinerja perusahaan,

dalam hasil penelitiannya menemukan bahwa ketiga variabel tersebut tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Sementara (Immanuela, 2014) melakukan penelitian yang sama dengan (Fachrudin, 2011) tetapi menambahkan variabel kepemilikan manajerial, dalam hasil penelitiannya Immanuela menemukan bahwa kepemilikan manajerial, struktur modal, dan agency cost berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Karena adanya hasil penelitian yang berbeda tersebut menarik untuk dilakukan penelitian kembali.

Pada penelitian sebelumnya proksi yang digunakan untuk kinerja perusahaan adalah ROA, tetapi pada penelitian ini akan digunakan proksi Economic Value Added (EVA) untuk mengukur kinerja perusahaan. Pemilihan EVA (Economic Value Added) sebagai proksi untuk mengukur kinerja merujuk pada apa yang dikemukakan oleh Brigham & Houston (2001) dalam bukunya yang menemukan bahwa banyak eksekutif perusahaan tidak mengetahui berapa banyak modal yang digunakan atau apakah biaya modal itu. Biaya modal hutang sangat mudah ditentukan karena hal ini ditunjukkan dalam laporan keuangan sebagai beban bunga; Namun, biaya modal ekuitas, yang jauh lebih besar daripada biaya modal hutang, tidak tercantum dalam laporan keuangan. Akibatnya, manajer seringkali memandang ekuitas sebagai modal gratis, meskipun sesungguhnya memiliki biaya yang tinggi. Jadi tim manajemen tidak dapat mengetahui apakah dapat menutup semua biaya dan dapat menambah nilai perusahaan, jika tidak dapat menentukan biaya modal.

Dua penelitian sebelumnya yang menjadi rujukan utama penelitian ini melakukan penelitian pada sektor industri manufaktur. (Fachrudin, 2011) melakukan penelitian pada sub sektor Industri dasar dan kimia yang merupakan bagian dari sektor manufaktur dan hanya pada tahun 2009 saja. (Immanuela, 2014) mengembangkan penelitian sebelumnya dengan memperluas cakupan populasi dan periode penelitian yaitu meneliti sektor manufaktur dari tahun 2009-2011. Pada penelitian ini akan dilakukan pada sektor yang berbeda dari penelitian sebelumnya yaitu pada sektor industri penghasil bahan baku. Industri penghasil bahan baku terdiri dari dua sub sektor yaitu sektor pertanian dan pertambangan.

Berdasarkan data yang dirilis Badan Pusat Statistik (BPS, 2016), dari lima sektor industri yang paling besar menyumbang PDB Indonesia, industri manufaktur memang masih menjadi penyumbang terbesar yaitu sebesar 20.48 persen. Namun yang menarik, dari lima sektor yang ditampilkan pada grafik dua sektor yang merupakan bagian dari industri penghasil bahan baku yaitu sektor pertanian, kehutanan, dan perikanan menempati urutan kedua dalam menyumbang PDB Indonesia yaitu sekitar 14.32 persen sementara sektor pertambangan dan penggalian menempati urutan kelima dalam menyumbang PDB Indonesia yaitu sebesar 6.83 persen, hal tersebut yang menjadi alasan mengapa penelitian ini dilakukan pada sektor industri penghasil bahan baku.



Sumber: Badan Pusat Statistik, 2016

Grafik 1.1. Sektor perusahaan yang memberikan sumbangan terbesar terhadap PDB

Perumusan Hipotesis, Dan Model Penelitian

Pengaruh Ukuran Perusahaan dengan Kinerja Perusahaan

(Lopez-Valeiras et al., 2016) menyatakan bahwa argumen yang digunakan untuk membenarkan hubungan langsung positif antara ukuran perusahaan dengan kinerja perusahaan adalah karena perusahaan-perusahaan dengan aset yang lebih besar memiliki peluang untuk mencapai skala ekonomi. Tercapainya skala ekonomi akan memberikan perusahaan laba yang lebih besar. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan besar lebih menjanjikan kinerja yang baik, hal ini karena perusahaan besar biasanya memiliki aset yang besar juga, aset yang besar bisa menunjang perusahaan dalam mencapai kinerja yang baik. Perusahaan-perusahaan besar juga memiliki kekuatan negosiasi yang lebih besar dengan pelanggan dan pemasok serta akses yang lebih mudah ke pasar internasional. Sehingga memberikan benefit dan keuntungan yang lebih besar pula terhadap perusahaan. (Lee, 2009) dalam hasil penelitiannya menemukan bahwa ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, semakin besar total aset yang dimiliki perusahaan akan mendorong peningkatan laba perusahaan. (Olawale et al., 2017) juga meneliti tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Dalam hasil analisisnya menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Berdasarkan uraian dan beberapa hasil penelitian sebelumnya maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut.

H1: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal dengan Kinerja Perusahaan

Menurut (Brigham & Houston, 2001) *leverage* keuangan bisa menjadi alternatif yang dapat digunakan untuk meningkatkan laba. Penggunaan hutang dalam investasi sebagai tambahan untuk mendanai aktiva perusahaan diharapkan dapat meningkatkan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan, karena aktiva perusahaan digunakan untuk menghasilkan laba. Dengan demikian laba yang tersedia untuk pemegang ekuitas menjadi lebih besar (Brigham & Houston, 2001). Tetapi, penggunaan *leverage* yang semakin besar menyebabkan beban bunga semakin besar (Brigham & Houston, 2001). Jika beban bunga sangat besar sedangkan laba operasi tidak cukup besar maka akan timbul masalah kesulitan keuangan yang menyebabkan kinerja menurun. Namun demikian beban bunga hutang juga merupakan pengurang pajak yang dapat meningkatkan nilai perusahaan (Brigham dan Gapenski, 1997). Dalam hal ini dapat dikatakan bahwa hutang dapat meningkatkan kinerja. Sedangkan bila perusahaan menggunakan ekuitas maka tidak terdapat penghematan pajak karena beban ekuitas tidak mengurangi pajak. Pernyataan yang dikemukakan (Brigham & Houston, 2001) didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh (Berger & Di Patti, 2006) yang menemukan bahwa terdapat pengaruh positif struktur modal terhadap kinerja perusahaan. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa peningkatan utang bisa meningkatkan kinerja perusahaan jika utang tersebut dikelola dengan baik. Diperkuat pula oleh penelitian yang dilakukan oleh (Fosu, 2013) yang menemukan hasil yang sama yaitu struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. (Khan et al., 2012) juga melakukan penelitian tentang pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan dengan menggunakan proksi *debt to equity ratio*. Pada hasil analisisnya ditemukan bahwa DER berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, artinya semakin tinggi rasio DER semakin baik kinerja perusahaan. Berdasarkan uraian dan beberapa hasil penelitian sebelumnya maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut.

H2: Struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh *Agency Cost* dengan Kinerja Perusahaan

Agency cost merupakan biaya yang harus ditanggung oleh pemegang saham agar manajemen mengelola perusahaan secara efisien untuk meningkatkan nilai atau kekayaan pemegang saham (Immanuela, 2014). *Agency cost* dalam penelitian ini diproksikan dengan arus kas bebas. Menurut (Jensen, 1986) arus kas bersih didefinisikan sebagai arus kas operasi

setelah dikurangi kebutuhan proyek. Arus kas bebas juga merupakan sumber keuangan atas kebijaksanaan manajemen dalam mengalokasikan dana, sehingga ketika pada saat arus kas terlalu tinggi sering disebut sebagai kas menganggur. (Jensen, 1986) juga berpendapat bahwa terlalu banyak arus kas bebas akan mengakibatkan internal insufisiensi dan pemborosan sumber daya perusahaan sehingga mengarah pada agensi biaya sebagai beban kekayaan pemegang saham. (Brush et al., 2000) menegaskan bahwa tata kelola perusahaan yang lemah menyebabkan inefisiensi dalam alokasi arus kas bebas sejak dewan direksi perusahaan diarahkan pada kebijakan tersebut untuk mendukung kepentingan manajemen dengan mengorbankan kekayaan pemegang saham. Hipotesis arus kas bebas menyatakan bahwa ketika sebuah perusahaan menghasilkan surplus arus kas bebas yang berlebihan dan tidak ada peluang investasi yang menguntungkan tersedia, manajemen cenderung menyalahgunakan arus kas bebas di tangan sehingga menghasilkan peningkatan biaya agensi, alokasi sumber daya yang tidak efisien, dan investasi yang salah. (Chung et al., 2005) menemukan bahwa arus kas bebas yang berlebihan mungkin memiliki dampak negatif terhadap profitabilitas. Penelitian lain yang dilakukan oleh (Wang, 2010) menemukan hasil bahwa *agency cost* mempunyai pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Berdasarkan uraian dan beberapa hasil penelitian sebelumnya maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut.

H3: *Agency cost* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

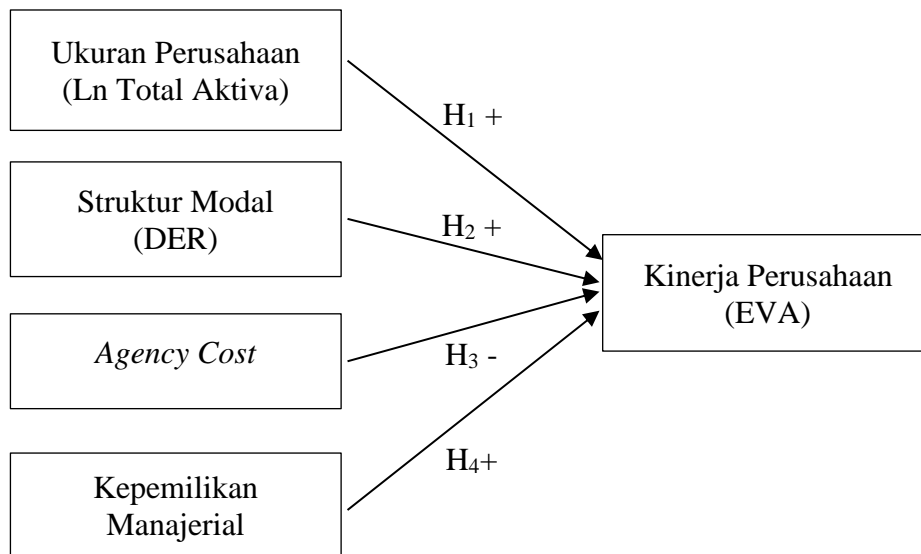
Pengaruh Kepemilikan Manajerial dengan Kinerja Perusahaan

Kepemilikan manajerial merupakan variabel untuk mengukur seberapa besar persentase saham yang dimiliki oleh para manajer di perusahaan yang dikelolanya. (Jensen & Meckling, 1976) mengemukakan bahwa jika semakin besar kepemilikan saham yang dimiliki manajer, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen, sehingga hal ini berpengaruh pada semakin baiknya kinerja perusahaan. Selain itu meningkatnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan mendorong para manajer untuk berusaha mengelola perusahaan dengan baik karena manajer selain menjadi agen sekaligus juga menjadi pemilik saham yang artinya manajer ikut memiliki atau menanggung risiko perusahaan, sehingga kinerja perusahaan akan meningkat. (Chen, 2006) dalam hasil penelitiannya menemukan pengaruh positif dari kepemilikan manajer terhadap kinerja perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh para manajer akan memberikan dampak positif untuk perusahaan yaitu meningkatnya kinerja perusahaan. (Fauzi & Locke, 2012) dalam abstrak nya juga menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Berdasarkan uraian dan berbagai hasil penelitian sebelumnya maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut.

H4: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Berdasarkan perumusan hipotesis yang telah diuraikan tersebut, maka dapat dibuat model penelitian sebagai berikut.



Gambar 1. Model Penelitian

METODE PENELITIAN DAN ANALISIS DATA

Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas yaitu penelitian yang ingin mencari penjelasan dalam bentuk hubungan sebab akibat antar beberapa konsep atau variabel dalam manajemen, yang selanjutnya kemudian akan dilakukan pengujian hipotesis (Ferdinand, 2014). Penelitian ini mengambil populasi pada perusahaan Sektor Utama yaitu Industri Penghasil Bahan Baku yang terdaftar di BEI pada periode tahun 2012-2016. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu perusahaan akan menjadi sampel jika memenuhi kriteria-kriteria yang tertentu. Adapun kriteria sampel penelitian ini yaitu sebagai berikut: (a) Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan/laporan tahunan secara konsisten pada periode 2012-2016 (b) Perusahaan menyajikan data-data variabel yang dibutuhkan dalam penelitian ini secara lengkap dan konsisten pada periode 2012-2016 (c) Perusahaan tidak mengalami *delisting* pada periode 2012-2016. Data penelitian pada penelitian ini diperoleh dari data sekunder yaitu data yang sudah tersedia dalam laporan keuangan atau laporan tahunan yang dipublikasikan oleh perusahaan-perusahaan pada sektor industri penghasil bahan baku. Laporan keuangan tersedia di website resmi Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id.

Berdasarkan hasil penelusuran di website resmi indonesian exchange (idx.co.id), terdapat 53 perusahaan pada industri penghasil bahan baku yang listing di BEI periode 2012-2016. Terdapat 10 perusahaan yang publikasi laporan keuangannya tidak lengkap pada periode 2012-2016 sehingga dikeluarkan dari sampel. Selanjutnya terdapat 26 perusahaan yang meskipun laporan keuangannya tersedia tetapi data yang dibutuhkan tidak tersedia (tidak terdapat kepemilikan saham manajerial dalam perusahaan), sehingga perusahaan tersebut juga dikeluarkan dari sampel, sehingga tersisa 17 perusahaan yang memenuhi kriteria untuk menjadi sampel pada penelitian ini. Jumlah perusahaan sebanyak 17 perusahaan dengan periode waktu 5 tahun maka jumlah data/observasi dalam penelitian ini sebanyak 85. Berikut ini disajikan proses pengambilan sampel dengan kriteria yang telah ditentukan.

Tabel 1. Proses Pengambilan Sampel

Keterangan	Jumlah
Jumlah perusahaan pada sektor industri penghasil bahan baku yang terdaftar di BEI periode 2012-2016	53
Jumlah perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan dengan lengkap pada periode 2012-2016	-10
Perusahaan tidak memiliki saham manajerial	-26
Jumlah perusahaan yang menjadi sampel	17
Jumlah observasi penelitian (17 perusahaan x 5 tahun)	85

Analisis data dengan menggunakan regresi linier berganda, dilakukan juga asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi untuk memastikan bahwa model dibentuk adalah model yang fit. Selain itu digunakan juga statistik deskriptif untuk menjelaskan karakteristik data berdasarkan nilai minimum, maksimum dan rata-rata.

Tabel 2. Definisi Konseptual dan Operasional Variabel

Variabel	Definisi Konseptual	Definisi Operasional/Pengukuran
Kinerja perusahaan	Kinerja perusahaan adalah suatu tampilan keadaan secara utuh atas perusahaan selama periode waktu tertentu, merupakan hasil atau prestasi yang dipengaruhi oleh kegiatan operasional perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya-sumber daya yang dimiliki (Srimindarti, 2004).	<p>Kinerja perusahaan dalam penelitian ini diukur menggunakan economic value added (EVA), adapun rumus untuk menghitung EVA adalah sebagai berikut (Young et al., 2000):</p> <p>EVA = Nopat - Biaya modal Nopat = Laba operasi - pajak Biaya modal = Modal yang diinvestasikan x WACC Modal yang diinvestasikan = (Total utang + Total ekuitas) - Utang jangka pendek. $WACC = Wd \times Kd (1-T) + We \times Ke$ $Wd = \text{Total utang} / (\text{Total utang} + \text{Total ekuitas})$ $Kd = \text{Beban bunga} / \text{Total utang}$ $T = \text{Beban pajak} / \text{Laba sebelum pajak}$ $We = \text{Total ekuitas} / (\text{Total utang} + \text{Total ekuitas})$ $Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$</p> <p>Keterangan: EVA : Economic Value Added Nopat : Net operating after tax WACC : Weight average cost of capital Wd : Proporsi utang dalam struktur modal Kd : Biaya utang We : Proporsi ekuitas dalam struktur modal Ke : Biaya ekuitas T : Tingkat pajak Rf : Return bebas risiko</p>

Variabel	Definisi Konseptual	Definisi Operasional/Pengukuran
		β : koefisien beta R_m : return pasar
Ukuran perusahaan	Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan dan rata-rata total aktiva (Sujiyanto, 2001).	Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diukur menggunakan total aktiva. Aktiva untuk masing-masing perusahaan berbeda-beda, ada yang nilainya kecil dan ada yang besar, hal tersebut bisa menimbulkan data yang senjang, sehingga data tidak normal. Mengantisipasi kesenjangan data tersebut maka nilai aktiva dalam penelitian ini dirubah ke dalam bentuk Ln (logaritma natural). Rumusnya berikut ini (Fachrudin, 2011). Ukuran Perusahaan = Ln (Total aktiva)
Struktur modal	Struktur modal merupakan bauran tertentu dari utang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk mendanai kegiatan operasinya (Ross et al., 2015).	Struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) yaitu perbandingan antara total hutang dengan modal sendiri. (Brigham, 2001) $DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$
Agency cost	Menurut (Ross et al., 2015) agency cost mengacu pada biaya-biaya dari benturan kepentingan antara para pemegang saham dan manajemen.	<i>Agency cost</i> dalam penelitian ini diukur dengan arus kas bebas. Arus kas bebas yang berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham & Houston, 2001). Arus kas bebas = Arus kas dari operasi – belanja modal
Kepemilikan manajerial	Struktur kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif terlibat di dalam pengambilan keputusan. Pengukurannya dilihat dari besarnya proporsi saham yang dimiliki manajemen pada akhir tahun yang disajikan dalam bentuk persentase (Yadnyana & Wati, 2011).	Kepemilikan manajerial dalam penelitian ini adalah persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajer. Kepemilikan manajerial dihitung dengan membagi jumlah saham yang dimiliki manajer dengan jumlah saham yang beredar. Rumusnya sebagai berikut: (Yadnyana & Wati, 2011) . $\text{Kepemilikan manajerial} = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki manajer}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100\%$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif hanya menjelaskan masing-masing variabel berdasarkan nilai minimum, maksimum, rata-rata dan standar deviasi. Penelitian ini terdiri dari lima variabel, yaitu *economic value added* sebagai variabel terikat, empat variabel lainnya merupakan variabel bebas yang terdiri dari ukuran perusahaan, struktur modal, *agency cost*, dan kepemilikan manajerial. Hasil statistik deskriptif disajikan pada tabel 3.

Tabel 3. Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Ukuran Perusahaan	85	26.1329	32.0945	29.3724	1.3865
Struktur Modal	85	0.1694	9.6899	2.2629	2.2962
Agency Cost	85	19.4816	29.7046	26.0840	1.9616
Kepemilikan Manajerial	85	0.00000	.25911	0.03508	0.0630
Economic Value Added	85	19.9166	28.7458	25.5135	1.8354

Variabel yang pertama dalam penelitian ini yaitu ukuran perusahaan. Dalam penelitian ini variabel ukuran perusahaan ditransformasi ke dalam bentuk LN. Dapat dilihat pada tabel 3 nilai terendah untuk variabel ukuran perusahaan sebesar 26.1329, nilai tertinggi sebesar 32.0945 dengan rata-rata sebesar 29.3724.

Variabel kedua yaitu struktur modal. Struktur modal diproksikan dengan debt to equity ratio. Berdasarkan tabel 3 diketahui nilai terendah untuk variabel struktur modal yaitu sebesar 0.1694 nilai tertinggi sebesar 9.6899 dengan rata-rata sebesar 2.2629.

Variabel ketiga yaitu *agency cost*. Dalam penelitian ini *agency cost* diproksikan dengan arus kas bebas. Seperti nilai ukuran perusahaan nilai arus kas bebas juga ditransformasi ke dalam bentuk LN. Berdasarkan tabel 4.3 diketahui nilai terendah untuk variabel *agency cost* yaitu sebesar 19.4816 nilai tertinggi sebesar 29.7046 dengan rata-rata sebesar 26.0840.

Variabel keempat yaitu kepemilikan manajerial. Berdasarkan tabel 3 diketahui nilai terendah untuk variabel kepemilikan manajerial yaitu sebesar 0.00000 nilai tertinggi sebesar 0.25911 dengan rata-rata sebesar 0.03508.

Variabel yang kelima yaitu *economic value added* yang merupakan variabel terikat, *economic value added* merupakan pengukuran kinerja keuangan perusahaan yang berdasarkan penciptaan nilai, karena mempertimbangkan biaya modal. Dalam penelitian ini variabel *economic value added* ditransformasi ke dalam bentuk LN. Dapat dilihat pada tabel 4.3 nilai terendah untuk variabel *economic value added* sebesar 19.9166, nilai tertinggi sebesar 28.7458 dengan rata-rata sebesar 25.5135.

Uji Asumsi Klasik

Model regresi yang terbaik adalah yang memenuhi konsep BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Agar konsep BLUE terpenuhi maka model harus lolos asumsi-asumsi yang lebih sering dikenal dengan uji asumsi klasik. Asumsi klasik merupakan asumsi yang harus dipenuhi ketika akan melakukan analisis regresi berganda, supaya model yang terbentuk memenuhi konsep BLUE. Pada penelitian ini terdapat empat asumsi yang harus dipenuhi yaitu asumsi normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah nilai residual terstandarisasi pada model berdistribusi normal atau tidak. Metode yang digunakan yaitu *Kolmogorov Smirnov*, Hasil pengujian normalitas data dapat dilihat pada tabel 4 berikut ini.

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas dengan Metode Kolmogorov Smirnov

	Standardized Residual
Kolmogorov-Smirnov Z	0.370
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.999

Berdasarkan tabel 4 dapat dilihat nilai asymp. Sig sebesar 0.999, nilai tersebut lebih besar dari alpha 0.05 dengan demikian dapat disimpulkan bahwa residual data dalam penelitian ini menyebar secara normal.

Uji multikolinearitas digunakan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi yang tinggi diantara variabel bebas atau tidak. Hasil pengujian multikolinearitas disajikan pada tabel 5.

Tabel 5 Hasil uji multikolinearitas dengan metode tolerance dan VIF

Variabel	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
Ukuran perusahaan	0.320	3.120
Struktur modal	0.873	1.145
Agency cost	0.337	2.971
Kepemilikan manajerial	0.922	1.085

Berdasarkan tabel 5 diperoleh nilai *tolerance* masing-masing variabel bebas lebih besar dari 0.1 dan nilai VIF masing-masing variabel bebas kurang dari 10, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas dalam model penelitian ini, atau dengan kata lain variabel bebas bersifat independen.

Model yang terbebas dari gejala heteroskedastisitas adalah bahwa varian residual dari satu pengamatan ke pengamatan lainnya bersifat konstan. Metode yang digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan metode *gleysen*. Hasil pengujian heteroskedastisitas dapat dilihat pada tabel 6.

Tabel 6 Hasil uji heteroskedastisitas dengan metode gleyser

Variabel	Sig.
Ukuran perusahaan	0.206
Struktur modal	0.263
Agency cost	0.189
Kepemilikan manajerial	0.812

Berdasarkan tabel 6 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi untuk masing-masing variabel bebas adalah lebih besar dari alpha 0.05 sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa model terbebas dari gejala heteroskedastisitas.

Autokorelasi berarti observasi pada periode waktu t berkorelasi dengan observasi pada periode waktu $t-1$. Model regresi yang baik adalah yang tidak terdapat autokorelasi. Metode yang digunakan untuk mengetahui ada tidaknya gejala autokorelasi pada penelitian ini yaitu metode *Durbin Watson*. Hasil pengujian autokorelasi dengan metode *durbin watson* disajikan pada tabel 7.

Tabel 7. Hasil pengujian autokorelasi dengan durbin watson

4-dl	dl	Durbin-Watson	du	4-du
2.450	1.550	1.593	1.747	2.253

Berdasarkan tabel 7 diketahui nilai Durbin Watson (DW) sebesar 1.912. Nilai tersebut lebih besar dari nilai du dan lebih kecil dari nilai 4-du, sehingga keputusannya adalah tidak ada autokorelasi pada model penelitian ini.

Uji Hipotesis dan Pembahasan

Tabel 8. Nilai t hitung dan nilai signifikansi

Variabel	Nilai t	Signifikansi	Alpha	Keputusan Hipotesis
Ukuran perusahaan	6.008	0.000	0.05	<i>Accepted</i>
Struktur modal	2.157	0.034	0.05	<i>Accepted</i>
Agency cost	1.043	0.300	0.05	<i>Rejected</i>
Kepemilikan manajerial	1.054	0.295	0.05	<i>Rejected</i>

Pengaruh *Ukuran perusahaan* terhadap *Economic value added*

Hasil analisis menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap economic value added, hal ini berarti meningkatnya nilai aktiva perusahaan akan memberikan dampak positif terhadap peningkatan economic value added, atau dapat juga diinterpretasikan perusahaan dengan kepemilikan aset yang besar cenderung memiliki nilai economic value added yang positif. Semakin besar aset yang dimiliki perusahaan akan memungkinkan perusahaan untuk memiliki kapasitas produksi yang lebih besar, kapasitas produksi besar yang didukung dengan marketing yang efektif akan memberikan pendapatan yang besar terhadap perusahaan. Pendapatan yang besar tentu akan meningkatkan laba operasional perusahaan selama beban usaha yang dikeluarkan masih terkontrol dan efisien. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Lee, 2009) dalam hasil penelitiannya menemukan bahwa ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, semakin besar total aset yang dimiliki perusahaan akan mendorong peningkatan laba perusahaan. (Olawale et al., 2017) juga meneliti tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Dalam hasil analisisnya menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh *Struktur modal* terhadap *Economic value added*

Hasil analisis menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap economic value added. Dalam penelitian ini struktur modal diprosikan dengan debt to equity ratio. Hal tersebut menunjukkan bahwa peningkatan debt to equity ratio akan memberikan dampak positif terhadap meningkatnya economic value added, atau dapat juga diinterpretasikan perusahaan dengan tingkat kepemilikan utang yang besar cenderung memiliki nilai economic value added yang positif. Artinya penggunaan dana eksternal mampu dimaksimalkan oleh perusahaan untuk menambah nilai perusahaan. Struktur modal merupakan proporsi antara utang dengan ekuitas. Dua unsur tersebut merupakan opsi pendanaan yang bisa diambil perusahaan untuk mendanai operasionalnya. Berdasarkan hasil penelitian diketahui rata-rata nilai debt to equity ratio dalam penelitian ini adalah sebesar 2.2630, ini artinya tingkat utang yang dimiliki perusahaan dua kali lipat lebih besar dari ekuitasnya. Hal tersebut menunjukkan bahwa pada sektor industri penghasil bahan baku mayoritas perusahaan cenderung mengambil opsi dana eksternal dalam membiayai operasionalnya. Sumber dana yang diperoleh dai utang memang memiliki risiko bunga utang, tetapi selama tingkat utang masih dalam kategori yang terkendali dan digunakan secara efektif dan dimaksimalkan untuk memperoleh pendapatan, penambahan utang bisa memberikan nilai bagi perusahaan. Adanya pengaruh struktur modal terhadap economic value added sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Berger & Di Patti, 2006)b yang menemukan bahwa terdapat pengaruh positif struktur modal terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian tersebut menunjukkan bahwa peningkatan utang bisa meningkatkan kinerja perusahaan jika utang tersebut dikelola dengan baik. Diperkuat pula oleh penelitian yang dilakukan oleh (Fosu, 2013) yang menemukan hasil yang sama yaitu struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh *Agency cost* terhadap *Economic value added*

Berdasarkan hasil analisis *agency cost* tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap *economic value added*. Hal tersebut menunjukkan bahwa *agency cost* bukan merupakan faktor yang memberikan pengaruh signifikan terhadap *economic value added*. Dalam penelitian ini *agency cost* diprosikan dengan *free cash flow* (arus kas bebas). Arus kas bebas sendiri merupakan nilai arus kas dari operasional dikurangi belanja modal. Dari pengertian tersebut dapat dijelaskan bahwa arus kas bebas merupakan dana bersih yang bisa didistribusikan untuk pemegang saham setelah dikurangi biaya-biaya yang dialokasikan pihak manager untuk mendanai operasional perusahaan. Arus kas yang tinggi mengindikasikan bahwa manajemen mampu memberikan nilai yang tinggi bagi perusahaan, karena diasumsikan manajemen mengalokasikan dana untuk belanja modal dengan baik. Hasil penelitian menunjukkan rata-rata arus kas bersih perusahaan pada sektor industri penghasil bahan baku adalah Rp567.516.383 882 Meskipun rata-rata arus kas yang bisa dibukukan adalah positif yang artinya manajemen mampu menciptakan nilai bagi perusahaan, tapi hasil statistik menunjukkan bahwa *agency cost* yang diprosikan dengan arus kas bebas belum terbukti memberikan pengaruh yang berarti terhadap *economic value added*. Hal tersebut bisa jadi karena nilai rata-rata arus kas bersih yang berhasil di bukukan pada industri penghasil bahan baku masih terhitung rendah sehingga dampaknya tidak signifikan terhadap peningkatan *economic value added*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Chung et al, (2005) menemukan bahwa arus kas bebas yang berlebihan mungkin memiliki dampak negatif terhadap kinerja perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan oleh (Wang, 2010) menemukan hasil bahwa *agency cost* mempunyai pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh *Kepemilikan manajerial* terhadap *Economic value added*

Hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap *economic value added*, hal ini berarti bahwa dalam konteks penelitian ini kepemilikan saham manajer tidak terbukti memberikan pengaruh yang berarti terhadap peningkatan atau penurunan *economic value added*. Hal tersebut bisa jadi karena masih rendahnya persentase kepemilikan saham oleh manajer, sehingga manajer hanya bertindak sebagai agen dari para pemilik saham, bukan sebagai pemilik saham itu sendiri yang bisa memaksimalkan upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan lebih dari tugasnya sebagai agen. Hasil analisis menunjukkan rata-rata kepemilikan saham manajer pada perusahaan sektor industri penghasil bahan baku adalah 0.0351 atau 3.51 persen. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Chen, 2006) serta (Fauzi & Locke, 2012) dalam hasil penelitiannya menemukan pengaruh positif dari kepemilikan manajer terhadap kinerja perusahaan.

KESIMPULAN

Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *economic value added*, sehingga hipotesis pertama diterima; Struktur modal berpengaruh positif terhadap *economic value added*, sehingga hipotesis kedua ditolak; *Agency cost* berpengaruh positif terhadap *economic value added*, sehingga hipotesis ketiga diterima; Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *economic value added*, sehingga hipotesis keempat diterima.

Penelitian dimasa yang akan datang diharapkan dapat memperluas faktor-faktor lain diperkirakan memiliki pengaruh pada *economic value added*. Misalnya seperti pertimbangan

atas pengaruh struktur kepemilikan perusahaan lainnya selain kepemilikan manajerial seperti kepemilikan institusional dan kepemilikan asing, dan faktor-faktor fundamental lainnya seperti tingkat likuiditas maupun tingkat aktivitas perusahaan. Penelitian ini bersifat lanjutan, sehingga memerlukan kajian yang lebih dalam dan lebih luas. Beberapa pertimbangan yang perlu diperhatikan dalam mengembangkan, memperluas/mengonfirmasi hasil penelitian ini antara lain: pertama, periode amatan perlu diperpanjang. Kedua, pengujian pada industri yang sejenis perlu dilakukan untuk memperluas amatan hasil penelitian.

Pihak perusahaan harus memperhatikan sungguh-sungguh mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap economic value added, yaitu variabel ukuran perusahaan serta struktur modal. Hendaknya perusahaan terus mengupayakan penambahan aset yang bisa memberikan penambahan nilai bagi perusahaan. Perusahaan juga hendaknya terus melakukan keputusan struktur modal perusahaan dengan bijak, benar-benar memperhitungkan proporsi antara penggunaan utang dan ekuitas, supaya keputusan pendanaan tersebut mampu memberikan nilai perusahaan yang maksimal.

Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah nilai R-Square sebesar 0,672, nilai ini masih bisa ditingkatkan dengan mencari prediktor lain yang bisa berpengaruh terhadap economic value added, selain itu hipotesis yang diterima dalam penelitian ini hanya dua variabel sehingga bisa dilakukan pengujian kembali dan pengembangan penelitian mendatang pada sektor yang berbeda, supaya dasar generalisasi nya menjadi lebih kuat.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, A. S., Hassan, M. Y., Abdullah, M. P., Rahman, H. A., Hussin, F., Abdullah, H., & Saidur, R. (2014). A review on applications of ANN and SVM for building electrical energy consumption forecasting. *Renewable and Sustainable Energy Reviews, 33*, 102–109.
- Babalola, Y. A. (2013). The effect of firm size on firms profitability in Nigeria. *Journal of Economics and Sustainable Development, 4*(5), 90–94.
- Berger, A. N., & Udell, P. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance, 30*(4), 1065–1102.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2001). *Manajemen Keuangan*. Buku 1 edisi 8. Jakarta: Erlangga.
- Brush, T. H., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. *Strategic Management Journal, 21*(4), 455–472.
- Chen, M.-Y. (2006). Managerial ownership and firm performance: an analysis using switching simultaneous-equations models. *Applied Economics, 38*(2), 161–181.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. (2005). FCF agency costs, earnings management, and investor monitoring. *Corporate Ownership and Control, 2*(4), 51–61.
- Darwis, H. (2009). Corporate governance terhadap kinerja perusahaan. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan, 13*(3), 418–430.
- Fachrudin, K. A. (2011). Analisis pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan, dan agency cost terhadap kinerja perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan, 13*(1), 37–46.
- Fauzi, F., & Locke, S. (2012). *Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms*.
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance, 53*(2), 140–151.
- Gill, A., & Obradovich, J. (2012). The impact of corporate governance and financial leverage on the value of American firms. *International Research Journal of Finance and Economics, 91*(2), 46–56.
- Immanuela, I. (2014). Pengaruh kepemilikan manajerial, struktur modal, ukuran perusahaan,

- dan agency cost sebagai variabel intervening terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. *Widya Warta*, 1(38).
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Khan, M. K., Kaleem, A., & Nazir, M. S. (2012). Impact of firm capital structure decisions on debt agency problem: Evidence for Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(8), 7897–7905.
- Lee, J. (2009). Does size matter in firm performance? Evidence from US public firms. *International Journal of the Economics of Business*, 16(2), 189–203.
- Lopez-Valeiras, E., Gomez-Conde, J., & Fernandez-Rodriguez, T. (2016). Firm size and financial performance: intermediate effects of indebtedness. *Agribusiness*, 32(4), 454–465.
- Mahaputeri, A. A., & Yadnyana, I. K. (2014). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Pendanaan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*, 9(1), 58–68.
- Muritala, T. A. (2012). An empirical analysis of capital structure on firms' performance in Nigeria. *International Journal of Advances in Management and Economics*, 1(5), 116–124.
- Olawale, L. S., Ilo, B. M., & Lawal, F. K. (2017). The effect of firm size on performance of firms in Nigeria. *Aestimatio: The IEB International Journal of Finance*, 15, 68–87.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., Lim, J., & Tan, R. (2015). Pengantar Keuangan Perusahaan (judul asli: Fundamentals of Corporate Finance). *Penerjemah Ratna Saraswati*. Jakarta: Salemba Empat.
- SALIM, M. A. (2014). *The relationship between agency costs and financial performance of firms listed in Nairobi securities exchange*. University of Nairobi.
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156–166.
- Shaheen, S., & Malik, Q. A. (2012). The impact of capital intensity, size of firm and profitability on debt financing in textile industry of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10), 1061–1066.
- Siagian, S. P. (2008). *Manajemen sumber daya manusia*.
- Siallagan, H., & Machfoedz, M. (2006). Mekanisme corporate governance, kualitas laba dan nilai perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi*, 9(61), 23–26.
- Srimindarti, C. (2004). Balanced scorecard sebagai alternatif untuk mengukur kinerja. *Fokus Ekonomi*, 3(1), 52–64.
- Suad, H. (2005). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. edisi keempat. *BPFF, Yogyakarta*.
- Sujianto, S. (2001). *Dasar-Dasar Management Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Sutrisno, H. (2009). *Manajemen keuangan teori, konsep dan aplikasi*. Yogyakarta: Ekonosia.
- Talebnia, G., Salehi, M., Valipour, H., & Shafiee, S. (2010). Empirical Study of the Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: Some Evidence of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Sustainable Development*, 3(2), 264.
- Wang, G. Y. (2010). The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance. *Journal of Service Science and Management*, 3(04), 408.
- Weston, J. F., & Copeland, T. E. (1992). *Managerial Finance*, 9-th ed. Dryden, HBJ.
- Wright, P., Kroll, M., Mukherji, A., & Pettus, M. L. (2009). Do the contingencies of external monitoring, ownership incentives, or free cash flow explain opposing firm performance

- expectations? *Journal of Management & Governance*, 13, 215–243.
- Wulandari, N. (2006). Pengaruh indikator mekanisme corporate governance terhadap kinerja perusahaan publik di Indonesia. *Fokus Ekonomi: Jurnal Ilmiah Ekonomi*, 1(2).
- Yadnyana, I. K., & Wati, N. W. A. E. (2011). Struktur kepemilikan, kebijakan dividen dan nilai perusahaan manufaktur yang go Public. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 15(1).
- Young, S. D., O'byrne, S. F., Young, D. S., Young, S., & Stephen, O. (2000). *EVA and value-based management*. McGraw-Hill Professional Publishing.