



SKRIPSI

**PENGARUH BIAYA KEAGENAN DAN ARUS KAS BEBAS
TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN
KELUARGA TERBUKA DI INDONESIA**

SITI MARIYATI

NRP. 0911 1540 000 007

DOSEN PEMBIMBING:

Aang Kunaifi, S.E., MSA. Ak

KO-PEMBIMBING:

Nugroho Priyo Negoro, S.T., S.E., MM.

Departemen Manajemen Bisnis

Fakultas Bisnis Dan Manajemen Teknologi

Institut Teknologi Sepuluh Nopember

Surabaya

2019



SKRIPSI

**PENGARUH BIAYA KEAGENAN DAN ARUS KAS BEBAS
TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN
KELUARGA TERBUKA DI INDONESIA**

SITI MARIYATI

NRP. 0911 1540 000 007

DOSEN PEMBIMBING:

Aang Kunaifi, S.E., MSA. Ak

KO-PEMBIMBING:

Nugroho Priyo Negoro, S.T., S.E., MM.

Departemen Manajemen Bisnis

Fakultas Bisnis Dan Manajemen Teknologi

Institut Teknologi Sepuluh Nopember

Surabaya

2019

(Halaman ini sengaja dikosongkan)



UNDERGRADUATE THESIS

**THE IMPACT OF AGENCY COSTS AND FREE CASH FLOWS
ON FINANCIAL PERFORMANCE IN INDONESIA'S PUBLIC
FAMILY BUSINESS**

SITI MARIYATI

NRP. 0911 1540 000 007

SUPERVISOR:

Aang Kunaifi, S.E., MSA. Ak

CO-SUPERVISOR:

Nugroho Priyo Negoro, S.T., S.E., MM.

Department Of Business Management

Faculty Of Business and Technology Management

Institut Teknologi Sepuluh Nopember

Surabaya

2019

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

LEMBAR PENGESAHAN

PENGARUH BIAYA KEAGENAN DAN ARUS KAS BEBAS TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN KELUARGA TERBUKA DI INDONESIA

Oleh:

Siti Mariyati

NRP 0911154000007

Diajukan untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh
Gelar Sarjana Manajemen Bisnis

Wada

Program Studi Sarjana Manajemen Bisnis
Departemen Manajemen Bisnis
Fakultas Bisnis Dan Manajemen Teknologi
Institute Teknologi Sepuluh Nopember

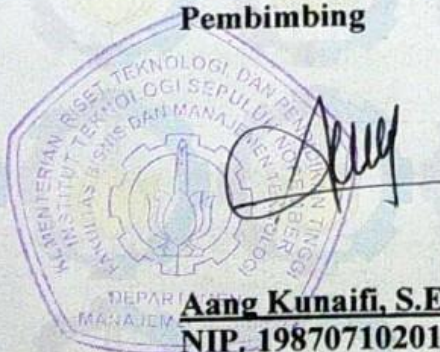
Tanggal Ujian: 22 Juli 2019

Disetujui Oleh:

Dosen Pembimbing Skripsi

Pembimbing

Ko-Pembimbing



Aang Kunaifi, S.E., MSA., Ak
NIP. 198707102015041003

Nugroho Priyo Negoro, S.T., S.E., M.T.
NIP. 197607012003121002

Seluruh tulisan yang tercantum pada Skripsi ini merupakan hasil karya penulis sendiri, dimana isi dan konten sepenuhnya menjadi tanggung jawab penulis. Penulis bersedia menanggung segala tuntutan dan konsekuensi jika di kemudian hari terdapat pihak yang merasa dirugikan, baik secara pribadi maupun hukum.

Dilarang mengutip sebagian atau seluruh isi Skripsi ini tanpa mencantumkan atau menyebutkan sumbernya. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh isi Skripsi dalam bentuk apapun tanpa izin penulis.

**PENGARUH BIAYA KEAGENAN DAN ARUS KAS TERHADAP
KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN KELUARGA TERBUKA DI
INDONESIA**

ABSTRAK

Perusahaan keluarga menjadi penggerak utama pertumbuhan ekonomi dengan memberikan kontribusi yang signifikan terhadap Produk Domestik Bruto dalam beberapa negara. Dewasa ini, banyak perusahaan melakukan pengalihan pengelolaan manajemen kepada pihak profesional. Pengalihan tersebut mengakibatkan adanya perbedaan kepentingan antara pihak pemegang saham dan pihak manajemen yang disebut dengan masalah keagenan. Masalah ini menimbulkan biaya yang disebut dengan biaya keagenan. Besarnya biaya keagenan bisa dipengaruhi oleh adanya kelebihan arus kas bebas dalam perusahaan. Berdasarkan penelitian terdahulu biaya keagenan dan arus kas bebas memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Penelitian terdahulu belum mempertimbangkan kepemilikan perusahaan, padahal perusahaan dengan kepemilikan keluarga juga tidak lepas dari masalah keagenan. Penelitian ini menggunakan perusahaan keluarga sebagai objek. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana pengaruh biaya keagenan dan arus kas bebas terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga. Kinerja keuangan perusahaan pada penelitian ini diproksikan dengan nilai ROA, biaya keagenan diproksikan dengan nilai Perputaran Total Aset (TATO), Beban Operasi (OER) dan Beban Administrasi (AER). Pengujian dilakukan terhadap 55 perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Untuk menguji dampak dan menentukan model yang tepat digunakan metode analisis regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap biaya keagenan pada perusahaan keluarga. Biaya Keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga. Serta, arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga di Indonesia. Penelitian diharapkan dapat menjadi referensi pihak perusahaan dalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan peningkatan kinerja perusahaan.

Kata Kunci: Arus Kas Bebas, Biaya Keagenan, Kinerja Perusahaan, Perusahaan Keluarga, Regresi Data Panel.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

**THE IMPACT OF AGENCY COSTS AND FREE CASH FLOWS ON
FINANCIAL PERFORMANCE IN INDONESIA'S PUBLIC FAMILY
BUSINESS**

ABSTRACT

Family business are the main drivers of economic growth by a significant contribution to Gross Domestic Product (GDP) in several countries. Today, many companies transfer managements to professional parties. The transfer resulted differ of interests between the shareholders and management, called agency issues. This problem raises costs which called agency costs. The amount of agency costs can influenced by exist free cash flow in the company. Based on earlier research, agency costs and free cash flow have influence on company performance. Previous research has not considered the ownership of the company, even though companies with family ownership are also not free from agency. This research uses family business as objects. The purpose of this study was to decide how the impact of agency costs and free cash flow on financial performance of family companies. The company's financial performance in this study proxied by the value of ROA, agency costs proxied by the value of Total Asset Turnover (TATO), Operating Expenses (OER) and Administrative Expenses (AER). Tests carried out on 55 family companies listed on the Indonesia Stock Exchange agree predetermined criteria. To test the impact and find the right model used panel data regression analysis method. The results showed that free cash flow has a positive influence on agency costs on family business. Agency costs have a negative influence on the financial performance of family companies. As well, free cash flow has a positive influence on the financial performance of family business in Indonesia. Research be expected a reference for the company in making decisions related to improving company performance.

Keywords: Agency Costs, Company Performance, Family Business, Free Cash Flow, Panel Data Regression.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis haturkan kepada hadirat Tuhan Yang Maha Esa, atas berkah dan rahmat-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengaruh Biaya Keagenan dan Arus Kas Bebas terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Keluarga Terbuka di Indonesia” ini dengan baik dan sesuai dengan prosedur yang ada.

Laporan skripsi ini disusun dengan tujuan untuk menyelesaikan studi Strata-1 dan memperoleh gelar Sarjana Manajemen pada Departemen Manajemen Bisnis, Fakultas Bisnis dan Manajemen Teknologi, Institut Teknologi Sepuluh Nopember Surabaya.

Dalam proses penyusunan skripsi ini, banyak mendapat namtuam serta masukan dari berbagai pihak. Untuk itu kali ini penulis menyampaikan terima kasih kepada:

1. Orang tua dan keluarga besar penulis yang selalu mendoakan, memberikan nasihat, dan terus memberikan dukungan kepada penulis, serta menjadi motivasi kuat bagi penulis untuk semangat menjalani perkuliahan selama di Manajemen Bisnis ITS.
2. Bapak Imam Baihaqi, S.T., M.Sc., PhD. selaku Kepala Departemen Manajemen Bisnis ITS.
3. Bapak Aang Kunaifi, S.E., MSA., Ak. Selaku dosen pembimbing dan dosen wali yang telah memberikan banyak ilmu dan dukungan kepada penulis selama mengerjakan skripsi.
4. Bapak Nugroho Priyo Negoro, S.T., S.E., MT. selaku dosen ko-pembimbing yang telah memberikan banyak ilmu dan dukungan kepada penulis selama mengerjakan skripsi.
5. Bapak dan Ibu dosen pengajar Departemen Manajemen Bisnis ITS yang telah memberikan banyak ilmu dan pengalaman sehingga memotivasi penulis dalam menjalani masa-masa perkuliahan.
6. Staf dan karyawan Departemen Manajemen Bisnis ITS yang telah berjasa dalam membantu penulis selama masa perkuliahan.
7. Sahabat-sahabat penulis semasa perkuliahan (Clarisha Melciana, Darul Husni Ila Sabili Janah, Zeni Rahmawati) yang selalu setia menemani dan

mendengarkan keluh kesah penulis, membantu penulis saat mengalami kesulitan, memberikan doa serta dukungan kepada penulis dimana saja dan kapan saja, semoga kita semua sukses selalu.

8. Teman-teman seperbimbingan (Ahnan Naufal, Aryanda Putra, Noer Indra, dan Ricky Andrianto) yang telah memotivasi dan berprogress bersama selama pengerjaan skripsi, semoga kita semua sukses selalu.
9. Teman-teman seperjuangan dan keluarga Rhekara yang menemani penulis selama menjalani kehidupan perkuliahan di Manajemen Bisnis ITS, yang telah memotivasi dan mendoakan penulis, semoga kita semua sukses selalu.
10. Teman-teman Keluarga Mahasiswa Manajemen Bisnis (KMMB) ITS yang telah memberikan doa serta dukungan kepada penulis.
11. Pihak lain yang telah mendukung terciptanya skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Penulis sangat terbuka terhadap saran dan kritik apabila terdapat ketidaksempurnaan dalam skripsi ini. Semoga hasil skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak, baik bagi perusahaan maupun pengembangan keilmuan manajemen kedepannya.

Surabaya, 7 Juli 2019

Penulis

DAFTAR ISI

LEMBAR PENGESAHAN	Error! Bookmark not defined.
ABSTRAK	iii
ABSTRACT	v
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	6
1.3 Tujuan Penelitian.....	6
1.4 Kontribusi Penelitian.....	6
1.4.1 Kontribusi Teori.....	7
1.4.2 Kontribusi Praktik.....	7
1.5 Batasan Penelitian.....	7
1.6 Sistematika Penulisan.....	8
BAB II KAJIAN PUSTAKA	9
2.1 Perusahaan Keluarga.....	9
2.2 Teori Keagenan.....	11
2.3 Arus kas bebas.....	13
2.4 Kinerja Keuangan.....	14
2.5 Penelitian Terdahulu.....	16
2.6 <i>Research Gap</i>	20
2.7 Pengembangan Hipotesis.....	20
2.7.1 Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Biaya Keagenan.....	21
2.7.2 Pengaruh Biaya keagenan terhadap Kinerja Keuangan.....	22
2.7.3 Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kinerja Keuangan.....	22
2.7.4 Pengaruh Biaya keagenan dan Arus kas bebas terhadap Kinerja Keuangan.....	23
BAB III METODE PENELITIAN	25

3.1 Konsep Penelitian	25
3.2 Model Penelitian	25
3.3 Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel	26
3.4 Jenis dan Sumber Data	28
3.5 Populasi dan Desain Sampling	28
3.6 Metode Analisis Data	30
3.6.1 Analisis Deskriptif	30
3.6.2 Pengujian Model	31
3.6.3 Uji Asumsi Klasik	32
3.6.4 Analisis Regresi Data Panel	33
3.6.5 Pengujian Hipotesis	34
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN	37
4.1 Analisis Hasil Olah Data	37
4.1.1 Analisis Deskriptif	37
4.1.2 Uji Model	39
4.1.3 Uji Asumsi Klasik	41
4.1.4 Analisis Regresi Data Panel	42
4.1.5 Uji Hipotesis	44
4.2 Pembahasan	46
4.2.1 Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Biaya Keagenan	46
4.2.2 Pengaruh Biaya Keagenan terhadap Kinerja Keuangan	47
4.2.3 Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kinerja Keuangan	51
4.2.4 Pengaruh Biaya Keagenan dan Arus Kas Bebas terhadap Kinerja Keuangan	53
4.3 y Implikasi Manajerial	54
BAB V SIMPULAN DAN SARAN	56
5.1 Simpulan	57
5.2 Saran	58
5.2.1 Saran bagi Perusahaan	58
5.2.2 Saran bagi Investor	58
5.2.3 Saran bagi Penelitian Selanjutnya	59
5.3 Keterbatasan Penelitian	59

DAFTAR PUSTAKA.....	61
LAMPIRAN	67

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR GAMBAR

Gambar 3. 1 Kerangka Penelitian.....	26
--------------------------------------	----

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu.....	18
Tabel 2. 2 Penelitian Terdahulu (Lanjutan)	19
Tabel 3. 1 Definisi Operasional Variabel.....	27
Tabel 3. 2 Definisi Operasional Variabel (Lanjutan)	28
Tabel 3. 3 Pemilihan Sampel Penelitian	29
Tabel 3. 4 Daftar Perusahaan Keluarga	30
Tabel 4. 1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	37
Tabel 4. 2 Uji Chow.....	40
Tabel 4. 3 Uji Hausman	40
Tabel 4. 4 Simpulan Pengujian Model.....	41
Tabel 4. 5 Uji Multikolinearitas	41
Tabel 4. 6 Uji Heteroskedastisitas	42
Tabel 4. 7 Hasil Regresi Data Panel untuk Variabel Dependen Biaya Keagenan .	43
Tabel 4. 8 Hasil Regresi Data Panel untuk Variabel Dependen Kinerja Keuangan	43
Tabel 4. 9 Perbandingan hasil setiap Model (BK dan AKB terhadap ROA).....	43
Tabel 4. 10 Simpulan Hubungan Model 1 Variabel Dependen Biaya Keagenan .	44
Tabel 4. 11 Simpulan Hubungan Model 1 Variabel Dependen Biaya Keagenan (Lanjutan)	45
Tabel 4. 12 Simpulan Hubungan Model 2 Variabel Dependen Kinerja Keuangan	45
Tabel 4. 13 Implikasi Manajerial.....	55

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Perusahaan Keluarga (Sampel Penelitian)	67
Lampiran 2 Data Penelitian.....	69
Lampiran 3 Hasil Uji Regresi Model 1a (Arus kas bebas terhadap TATO)	77
Lampiran 4 Hasil Uji Regresi Model 1b (Arus kas bebas terhadap OER)	78
Lampiran 5 Hasil Uji Regresi Model 1c (Arus kas bebas terhadap AER)	79
Lampiran 6 Hasil Regresi Data Panel <i>Fixed Effect Model</i> (FEM)	80
Lampiran 7 Hasil Regresi Data Panel <i>Common Effect Model</i> (CEM)	81
Lampiran 8 Hasil Regresi Data Panel Random Effect Model.....	82

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB I

PENDAHULUAN

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai latar belakang, perumusan masalah, tujuan, manfaat, batasan penelitian, dan sistematika penulisan laporan.

1.1 Latar Belakang

Perusahaan keluarga merupakan suatu bentuk organisasi yang paling dominan di dunia organisasi bisnis. Pernyataan ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh La Porta *et al.* (1999) dimana penelitian ini menemukan bahwa 68% dari total perusahaan *go public* di 27 negara di seluruh dunia berbentuk *family ownership company*. Selain itu, Claessens *et al.* (2000) dalam Shyu (2013) menemukan bahwa 2.980 perusahaan *go public* di Asia Timur, lebih dari 50% adalah perusahaan dengan kepemilikan keluarga pada kisaran kepemilikan sebesar 10%.

Perusahaan *go-public* di Indonesia sebagian besar masih dimiliki secara mayoritas atau dominan oleh keluarga pendiri perusahaan dan keluarga pendiri ini masih terlibat dalam manajerial perusahaan (Arifin & Rachmawati, 2016). Lebih dari 90% populasi perusahaan di Indonesia merupakan suatu perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga (Solomon, 2007). Bahkan, mayoritas dari semua perusahaan yang *go public* sahamnya dimiliki oleh keluarga dimana sebanyak 67% perusahaan yang melakukan IPO (*Initial Public Offering*) pada rentang tahun 2000-2009 merupakan perusahaan keluarga (Djatkiko, 2011). Perusahaan keluarga juga menjadi salah satu penggerak utama pertumbuhan ekonomi dan pencipta kekayaan bisnis di seluruh dunia (Spanos *et al.*, 2008). Arti penting dari keberadaan bisnis keluarga dalam perekonomian dunia diperkuat dengan data yang menyatakan bahwa 80-98% bisnis di dunia merupakan usaha keluarga.

Perusahaan keluarga menciptakan nilai GDP (*Gross Domestic Product*) sebesar 64% di Amerika Serikat dan perusahaan keluarga juga diperkirakan memiliki andil dalam penciptaan nilai GDP di Negara lain sebesar 75%. Perusahaan keluarga juga mampu menampung lebih dari 85% pekerja di seluruh dunia (Poza, 2007). Bisnis keluarga di wilayah Asia mencatat total laba kumulatif sebesar 261% selama tahun 2000 hingga 2010, dengan tingkat pertumbuhan sebesar 13,7% per

tahun selama periode itu (Meryana, 2011). Hal tersebut menjadikan perusahaan keluarga sebagai pilar penting bagi perekonomian Asia.

Di Indonesia, sumbangan perusahaan keluarga terhadap pembentukan GNP (*Gross National Product*) sebesar 80% (Wahjono *et. al.*, 2018). Sementara itu, menurut survey yang dilakukan oleh Price Waterhouse Cooper (PwC) pada tahun 2014 terhadap 2,802 responden di 50 negara termasuk 36 responden berasal dari Indonesia menyatakan bahwa perusahaan keluarga masih menjadi tumpuan pertumbuhan ekonomi di banyak negara, hal ini dikarenakan perusahaan keluarga mampu terus tumbuh dalam keadaan ekonomi yang sulit. Survey ini juga menyebutkan bahwa 95% perusahaan di Indonesia adalah bisnis keluarga dengan kontribusi pada PDB (Produk Domestik Bruto) sebesar 25% di tahun 2014 (Price Waterhouse Cooper, 2014). Berdasar data BPS yang telah menyelenggarakan Survei Ekonomi Nasional (Susenas) di tahun 2016, di Indonesia sebanyak 91% dari 49,729,645 perusahaan yang ada di Indonesia dikategorikan sebagai perusahaan keluarga. Data tersebut juga menyebutkan bahwa 55% dari GDP Indonesia merupakan sumbangan dari perusahaan keluarga (Wahjono *et al.*, 2018).

Kinerja perusahaan menjadi salah satu hal yang penting bagi perusahaan keluarga dalam membantu perekonomian nasional. Kinerja perusahaan keluarga bukan hanya dapat berdampak pada perekonomian dunia namun juga pada keluarga pemilik. Hal ini menuntut perusahaan keluarga untuk memiliki kinerja perusahaan yang baik. Perusahaan yang memiliki kinerja yang baik akan mendapat kemudahan dalam memperoleh pinjaman, mendapatkan modal dari investor dan juga memiliki masa depan yang lebih baik. Kinerja perusahaan dapat diketahui dengan cara melakukan penilaian kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengelola asset, ekuitas, maupun pemakaian hutang pada pendanaan modal perusahaan untuk memberikan keuntungan yang semaksimal mungkin (Brigham & Joel, 2006).

Penilaian kinerja perusahaan berhubungan dengan tingkat kesehatan perusahaan. Tingkat kesehatan perusahaan akan berdampak pada pengambilan keputusan, baik bagi pihak kreditur, pemegang saham dan juga pihak internal perusahaan itu sendiri. Fungsi lain dari penilaian kinerja perusahaan adalah untuk menunjukkan kepada investor dan juga konsumen bahwa perusahaan memiliki

kredibilitas yang baik. Hal tersebut akan mampu menarik investor untuk menanamkan modalnya, dan juga memberikan kepuasan kepada para konsumen.

Kinerja keuangan merupakan salah satu cara yang sering digunakan dalam mengukur kinerja perusahaan. Kinerja keuangan diukur dengan rasio keuangan, dalam rasio keuangan terdapat berbagai rasio yang dapat menunjukkan kinerja keuangan suatu perusahaan diantaranya, yaitu rasio profitabilitas perusahaan. Rasio ini digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan mengoptimalkan kinerja keuangan yang bersangkutan (Harahap, 2004). Rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return on asset* (ROA).

ROA digunakan sebagai indikator kinerja keuangan perusahaan karena ROA lebih komprehensif dalam mengukur tingkat pengembalian secara keseluruhan baik dari hutang maupun modal. ROA dapat mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan operasi dari total aktiva yang ada. Selain itu, ROA juga dapat menggambarkan nilai prestasi atau kinerja perusahaan yang dicapai dalam periode waktu tertentu. Semakin tinggi nilai ROA, maka semakin baik kinerja perusahaan yang akan menjadi sinyal yang baik bagi investor untuk melakukan investasi dengan membeli saham perusahaan. Seorang investor akan mengharapkan tingkat pengembalian yang tinggi, karena tingginya nilai ROA juga menggambarkan laba bersih sesudah pajak yang merupakan hak bagi pemilik atau pemegang saham juga tinggi. Oleh karena itu, jika nilai laba setelah pajak tinggi maka akan ada harapan bagi para pemegang saham untuk mendapatkan dividen yang lebih tinggi, meskipun kebijakan dividen tetap menjadi hak pihak manajer pengelola untuk memutuskan (Sudiyanto & Puspitasari, 2010)

Perusahaan merupakan suatu organisasi yang terdiri dari beberapa fungsi, antara lain fungsi pengelolaan dan kepemilikan. Jensen & Meckling (1976) mengatakan bahwa pemisahan yang terjadi pada fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan akan lebih mudah terjadinya masalah keagenan. Masalah keagenan dapat diartikan sebagai masalah yang terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan para pemegang saham. Menurut Brealey et al. (2001), masalah keagenan merupakan konflik kepentingan antara pemegang saham (pemberi modal) dan manajer (pengelola aktivitas operasional) perusahaan. Entitas yang memiliki

pengaruh besar dalam masalah keagenan adalah eksekutif, pemegang saham dan kreditur (Quiry et al. 2005). Masalah keagenan ini merupakan suatu masalah yang sering terjadi dalam suatu perusahaan. Karena perusahaan saat ini banyak melakukan pemisahan antara kepemilikan dengan manajemen pengelola aktivitas usahanya.

Adanya masalah keagenan dalam suatu perusahaan akan dapat menimbulkan suatu biaya yang disebut dengan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan merupakan pemberian insentif yang layak kepada pihak manajemen serta biaya pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham untuk mencegah terjadinya kerugian. Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan biaya keagenan sebagai sejumlah biaya yang dikeluarkan pemegang saham untuk melakukan pengawasan terhadap kinerja manajer agar dapat meminimalisir adanya *agency problem*. Biaya keagenan juga dapat diartikan sebagai penggunaan aliran kas untuk bonus atau pengeluaran-pengeluaran yang tidak perlu dilakukan pihak manajer atas arus kas bebas (*free cash flow*).

Jensen (1986) menyatakan bahwa biaya keagenan timbul seiring kenaikan arus kas bebas perusahaan. Arus kas bebas didefinisikan sebagai aliran kas sisa setelah digunakan untuk pendanaan semua proyek yang memiliki NPV (*Net Present Value*) positif (Jensen, 1986). Arus kas bebas didefinisikan sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia untuk perusahaan (Rosdini, 2009). Aliran kas diskresioner merupakan suatu aliran kas yang tersedia setelah terjadinya seluruh pendanaan proyek dari seluruh nilai NPV positif, sehingga dapat digunakan untuk pembayaran hutang, dividen dan juga dapat digunakan untuk aksi korporasi seperti akuisi. Menurut Jensen (1986), ketika arus kas bebas memiliki nilai yang tinggi namun tingkat pertumbuhan perusahaan rendah maka hal ini akan menyebabkan peluang terjadinya *agency problem* yang lebih besar. Kondisi ini akan mendorong adanya tindakan manajer untuk melakukan investasi pada proyek-proyek dengan nilai NPV yang negatif. Hal ini bertentangan dengan kepentingan para pemegang saham, karena keinginan mereka yaitu ketika perusahaan memiliki arus kas bebas dengan nilai yang tinggi maka dapat didistribusikan pada proyek dengan nilai NPV positif atau disitribusikan dalam bentuk dividen untuk para pemegang saham.

Penelitian terdahulu menemukan bahwa arus kas bebas dengan biaya keagenan memiliki hubungan yang positif. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Brush *et al.* (2000) dan Fosberg *et al.* (2003) yang menemukan bahwa semakin besar arus kas bebas yang dimiliki perusahaan maka akan menimbulkan biaya keagenan yang semakin tinggi. Namun, terdapat penelitian dengan hasil yang berbeda yaitu penelitian yang dilakukan oleh Wang (2010) yang menemukan bahwa hubungan antara arus kas bebas dengan biaya keagenan memiliki hubungan yang negatif. Dalam penelitian Wang (2010), biaya keagenan diprosikan dengan *asset turnover ratio* (TATO), *operating expense* (OE) dan *administration ratio* (AE). Semakin tinggi arus kas bebas yang dimiliki perusahaan menunjukkan adanya efisiensi dari operasional dalam pengelolaan perusahaan sehingga nilai biaya keagenan juga akan berkurang.

Arus kas bebas yang dimiliki perusahaan dengan jumlah yang besar akan dapat mempengaruhi kinerja suatu perusahaan. Ketika arus kas bebas yang dimiliki perusahaan tinggi dan peluang investasi yang menguntungkan rendah, maka hal ini akan memungkinkan adanya penyalahgunaan dana oleh para manajer di bawah wewenang untuk memperbesar ukuran perusahaan melalui investasi yang tidak perlu ataupun melakukan investasi pada proyek dengan nilai NPV yang negatif (*overinvestment*). Oleh karena itu perusahaan dengan peluang investasi yang rendah maka dengan memiliki arus kas bebas yang tinggi akan mengakibatkan adanya penurunan kinerja perusahaan Freund *et al.* (2014). Profitabilitas juga akan rendah dalam jangka panjang karena pihak manajer akan menginvestasikan dananya pada proyek dengan nilai NPV negatif Chung *et al.* (2005). Selain arus kas bebas, kinerja perusahaan juga dipengaruhi oleh biaya keagenan. Hal ini terjadi ketika biaya keagenan yang harus dikeluarkan oleh perusahaan memiliki nilai besar maka perusahaan tersebut akan mengalami masalah keagenan yang sangat tinggi dan hal tersebut dapat menurunkan kinerja perusahaan.

Penelitian terdahulu menemukan bahwa hubungan arus kas bebas dan biaya keagenan terhadap kinerja perusahaan mendapatkan hasil yang berbeda. Pada penelitian Khidmat & Rehman (2014) menemukan bahwa arus kas bebas memiliki dampak negatif pada *return on equity* (ROE) yang artinya arus kas bebas akan membuat para manajer melakukan investasi pada proyek dengan nilai NPV negatif

dan kemudian hal ini akan mengakibatkan penurunan nilai ROE. Namun, hal ini bertentangan dengan hasil temuan dalam penelitian Wang (2010) yang menemukan bahwa arus kas bebas memiliki hubungan positif dengan kinerja perusahaan yang menggunakan proksi ROA dan ROE. Hal ini menunjukkan bahwa arus kas bebas yang berlebih akan digunakan investasi pada proyek yang memberikan keuntungan sehingga dapat meningkatkan profitabilitas. Sedangkan, pada penelitian Khidmat & Rehman (2014) mengemukakan bahwa biaya keagenan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Adanya sikap tidak peduli pada biaya keagenan akan dapat mengurangi keuntungan kompetitif yang akan berdampak pada kinerja perusahaan.

Berdasarkan latar belakang dan perbedaan hasil penelitian yang telah dilakukan dan dipaparkan diatas, penelitian ini akan mencoba untuk melakukan penelitian terkait dengan pengaruh arus kas bebas dan biaya keagenan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini akan berjudul “Pengaruh Biaya keagenan dan Arus kas bebas terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Keluarga Terbuka di Indonesia.”

1.2 Rumusan Masalah

Permasalahan yang dibahas dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh biaya keagenan dan arus kas bebas terhadap kinerja keuangan.

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk:

1. Mengetahui pengaruh arus kas bebas terhadap biaya keagenan
2. Mengetahui pengaruh biaya keagenan terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga
3. Mengetahui pengaruh arus kas bebas terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga
4. Mengetahui secara simultan pengaruh biaya keagenan dan arus kas bebas terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga

1.4 Kontribusi Penelitian

Kontribusi yang diharapkan dari dilakukannya penelitian ini meliputi kontribusi teori dan kontribusi praktik.

1.4.1 Kontribusi Teori

Kontribusi teori penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menguji hipotesis arus kas bebas yang masih memiliki perbedaan hasil dalam setiap penelitian yang dilakukan.
2. Menguji hubungan teori keagenan dengan kinerja keuangan perusahaan yang memiliki hasil berbeda pada penelitian terdahulu.
3. Pengembangan teori keagenan dengan melakukan pengujian terkait dengan pengaruh biaya keagenan dalam perusahaan keluarga.

1.4.2 Kontribusi Praktik

Kontribusi praktik penelitian ini untuk perusahaan yang berkaitan adalah sebagai berikut:

1. Menjadi masukan untuk pihak manajer dalam menentukan tingkat arus kas bebas yang tepat dan juga menentukan investasi yang lebih menguntungkan untuk perusahaan. Hal ini akan mengurangi adanya biaya keagenan karena pihak pemegang saham akan memiliki kepercayaan yang lebih.
2. Menambah pengetahuan pihak pemegang saham terkait dengan hubungan antara tingkat arus kas bebas dengan biaya keagenan dan juga dampaknya terhadap kinerja keuangan perusahaan, sehingga pihak pemegang saham dapat melakukan pengawasan dengan tetap memperhatikan besarnya biaya keagenan yang akan dikeluarkan agar kinerja perusahaan juga tetap baik.

1.5 Batasan Penelitian

Batasan yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Kinerja keuangan perusahaan hanya diukur dengan menggunakan ROA.
2. Biaya keagenan perusahaan diindikasikan melalui nilai perputaran aset (TATO), beban operasi (OER), dan beban administrasi AER.
3. Penelitian ini hanya menggunakan data periode 2013-2017 sehingga hasil penelitian ini mencerminkan kinerja keuangan, biaya keagenan dan arus kas bebas selama periode pengamatan.
4. Penelitian ini tidak mempertimbangan kebijakan dividen dalam perusahaan.

1.6 Sistematika Penulisan

Untuk memudahkan penulisan, pembahasan dan penilaian skripsi ini, maka dalam pembuatannya akan dibagi menjadi beberapa bab dengan sistematika sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Menjelaskan latar belakang permasalahan, rumusan permasalahan, tujuan penelitian, kontribusi penelitian, batasan penelitian dan sistematika penulisan.

BAB II KAJIAN PUSTAKA

Menyajikan teori-teori yang berhubungan dengan mengenai perusahaan kepemilikan keluarga, teori keagenan, kinerja perusahaan serta menyertakan penelitian-penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penelitian ini.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Mengemukakan prosedur yang akan dilakukan dalam melakukan penelitian yang berisi kerangka dan hipotesis penelitian, pengukuran dan variabel penelitian, desain penelitian, serta teknik analisis data yang digunakan.

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Menyajikan pembahasan mengenai analisis dan pembahasan hasil, olah data yang telah dilakukan dalam penelitian ini. Pembahasan yang dilakukan berdasarkan pada landasan teori yang berkaitan dengan permasalahan yang dibahas.

BAB V SIMPULAN DAN SARAN

Menyajikan hasil simpulan penelitian dan saran untuk beberapa pihak yang terkait dengan skripsi ini, yakni untuk perusahaan maupun untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

Bab ini menjelaskan mengenai teori dan studi literatur yang digunakan penulis sebagai landasan dan acuan dalam penelitian ini. Bab ini juga menjelaskan penelitian terdahulu yang pernah dilakukan untuk mengetahui perbedaan penelitian dengan penelitian terdahulu.

2.1 Perusahaan Keluarga

Perusahaan keluarga merupakan perusahaan yang dimiliki dan dikelola oleh anggota keluarga pendirinya dengan minimal 2 orang anggota keluarga yang memiliki jabatan sebagai dewan komisaris ataupun dewan direksi (Susanto *et al.*, 2010). Penelitian yang dilakukan oleh Andres (2008) mengklasifikasikan bisnis keluarga sebagai suatu perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh keluarga tertentu minimal sebesar 25% atau jika kepemilikan saham kurang dari 25%, maka terdapat anggota keluarga yang menduduki jabatan pada dewan direksi atau dewan komisaris perusahaan. Perusahaan dikatakan sebagai perusahaan keluarga ketika suatu perusahaan memiliki minimal kepemilikan keluarga sebesar 25% sesuai dengan keputusan direksi PT Bursa Efek Jakarta No.Kep-305/BEJ/07-2004. Menurut Poza (2007), perusahaan keluarga dapat didefinisikan berdasarkan hal berikut, yaitu:

1. Kontrol *ownership* dari dua anggota atau lebih, dari keluarga atau partnership dari keluarga
2. Strategi dalam manajemen perusahaan dipengaruhi oleh anggota keluarga baik itu sebagai advisor dalam anggota dewan atau menjadi pemegang saham
3. Lebih peduli pada hubungan keluarga.

Berdasarkan pada beberapa definisi diatas, dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan keluarga adalah perusahaan yang dimiliki atau dikelola oleh suatu keluarga pendiri dengan minimal dua orang anggota keluarga memiliki jabatan sebagai dewan direksi atau dewan komisaris perusahaan, atau dengan saham minimal 25% yang dimiliki oleh suatu keluarga serta dengan memiliki strategi yang dipengaruhi oleh kepentingan hubungan keluarga.

Menurut Susanto *et al.* (2007) perusahaan keluarga terbagi menjadi dua tipe, yaitu:

1. *Family Owned Enterprise (FOE)*, yaitu perusahaan yang dimiliki oleh keluarga, namun dikelola oleh profesional yang berasal dari luar lingkungan keluarga. Peran keluarga hanya sebagai pemilik dan tidak terlibat langsung dalam operasi di lapangan.
2. *Family Business Enterprise (FBE)*, yaitu perusahaan yang dimiliki dan dikelola oleh keluarga pendirinya. Ciri perusahaan tipe ini adalah posisi-posisi kunci dalam perusahaan dipegang oleh anggota keluarga.

Perusahaan keluarga memiliki beberapa variasi yang cukup luas, baik dari segi ukuran, jenis industri, serta bentuk dan tingkat keterlibatan keluarga dalam pengelolaan bisnis suatu perusahaan. Zellweger (2017) menyatakan bahwa perusahaan keluarga memiliki beberapa kekuatan yaitu, sedikit terjadinya masalah keagenan, kepemimpinan yang efisien, keunggulan sumberdaya, pencapaian dan tujuan jangka panjang, budaya komitmen serta dukungan, dan reputasi serta identitas. Selain memiliki kekuatan, perusahaan keluarga juga memiliki kelemahan yaitu ketergantungan terhadap keluarga, munculnya biaya keagenan sebab dari sifat altruism, tantangan dalam menyiapkan penerus, pembatasan sumber daya, menurunnya orientasi bisnis, dan peran yang ambigu (Zellweger, 2017).

Salah satu kelemahan dalam perusahaan keluarga adalah munculnya biaya keagenan sebab dari altruism, walaupun salah satu kekuatannya adalah sedikitnya masalah keagenan bukan berarti tidak ada konflik yang terjadi diantara pihak pemegang saham dengan manajemen. Konflik yang sering terjadi antara pemilik dengan manajemen terjadi karena adanya nepotisme dalam penunjukan manajer, bukan seorang ahli yang dibutuhkan perusahaan melainkan karena orang tersebut memiliki faktor kekerabatan dengan pemilik perusahaan (Kusuma, 2018). Selain itu, kelemahan selanjutnya adalah tantangan dalam menyiapkan penerus. Untuk meminimalisir kelemahan-kelemahan yang dimiliki, perusahaan keluarga dewasa ini banyak mempercayakan pengelolaan kepada pihak profesional untuk menjadikan perusahaan mampu bersaing di era saat ini. Namun, adanya pemisahan yang dilakukan menimbulkan potensi terjadinya masalah keagenan semakin besar. Oleh karena itu, penelitian ini akan menguji bagaimana pengaruh biaya keagenan terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga.

2.2 Teori Keagenan

Era saat ini, terjadi peralihan dalam lingkungan bisnis yang mengakibatkan perusahaan yang dulu hanya memiliki seorang manajer pemilik kini menjadi perusahaan yang kepemilikannya tersebar dengan pemegang saham yang berasal dari berbagai kalangan. Hal ini mengakibatkan terjadinya pemisahan antara kepemilikan dengan pengelolaan, dimana kepemilikan berada pada tangan para pemegang saham sedangkan pengelolaan berada pada tanggungjawab para manajemen. Hubungan ini dijadikan sebagai suatu kontrak di mana satu atau lebih pihak (*principal*) memberikan tugas kepada pihak lain (*agent*) untuk melaksanakan jasa serta pendelegasian wewenang dalam pengambilan keputusan (Jensen & Meckling, 1976). Hal inilah yang dikenal sebagai hubungan dari teori keagenan dengan kinerja manajemen itu sendiri.

Adanya perbedaan kepentingan yang terjadi antara agen (manajemen perusahaan) dengan principal (pemegang saham) yang biasa dikenal sebagai masalah keagenan (*agency problem*) ini akan menimbulkan adanya biaya keagenan. Menurut Jensen & Meckling (1976) biaya keagenan didefinisikan menjadi tiga, yaitu:

1. *The monitoring expenditures by the principal*

Para pemegang saham atau principal mengeluarkan biaya untuk mengawasi dan mengontrol seluruh aktivitas yang dilakukan manajemen perusahaan, Hal ini dilakukan dengan cara membatasi anggaran perusahaan dan membayar auditor untuk mengaudit laporan keuangan. Dengan pengawasan dari principal, pengeluaran-pengeluaran dari pihak manajemen perusahaan dapat dikurangi.

2. *The bonding expenditures by the agent*

Biaya yang terjadi karena adanya jaminan dari pihak manajemen perusahaan kepada para pemegang saham terkait dengan pengurangan aktivitas-aktivitas yang mampu merugikan perusahaan. Semakin besarnya jaminan yang diberikan oleh pihak manajemen, maka akan semakin besar biaya yang akan terjadi,

3. *The residual loss*

Biaya yang terjadi dari pengeluaran pihak principal yang diberikan kepada pihak manajemen untuk mempengaruhi keputusan para manajer sehingga kesejahteraan para principal akan semakin meningkat.

Biaya keagenan dalam penelitian diukur dengan menggunakan proksi rasio efisiensi yang diukur oleh Ang *et al.* (2000), yaitu perputaran total asset (TATO) dan rasio pengeluaran terhadap penjualan (OER). Selain itu, proksi lain yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah proksi yang digunakan oleh Singh & Davidson (2003) yaitu rasio administrasi terhadap penjualan (AER). Ketiga proksi ini digunakan karena berdasarkan penelitian Wang (2010) variabel proksi terbaik yang digunakan untuk mengukur biaya keagenan adalah TATO, rasio pengeluaran dan rasio administrasi. Perputaran asset merupakan rasio antara penjualan dibagi dengan total asset. Rasio ini digunakan untuk mengukur biaya keagenan karena menunjukkan penggunaan asset, yaitu mengukur kemampuan manajemen dalam menggunakan asset secara efisien pada investasi yang menguntungkan. Nilai perputaran asset yang rendah menunjukkan bahwa pihak manajemen kurang memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham dengan berinvestasi pada proyek-proyek yang memiliki nilai NPV yang negatif. Hal ini akan mengakibatkan peningkatan biaya keagenan karena pihak manajemen akan cenderung memilih proyek yang kurang menguntungkan.

Operating expense (OER) merupakan rasio pengeluaran terhadap penjualan. Rasio ini digunakan untuk mengukur biaya keagenan karena merepresentasikan besarnya beban operasional yang merupakan kebijakan manajer terkait dengan pengeluaran perusahaan untuk fungsi manajerial. Peningkatan beban pengeluaran akan menunjukkan adanya pemborosan di bagian operasional perusahaan. Peningkatan rasio ini akan meningkatkan biaya keagenan karena adanya keyakinan bahwa pihak manajer tidak menggunakan sumber daya perusahaan dengan baik.

Rasio administrasi (AER) yang diukur dengan membandingkan beban administrasi dengan penjualan digunakan untuk mengukur biaya keagenan karena rasio ini merepresentasikan besarnya beban administrasi dan untum yang merupakan bagian dari kebijakan manajer dalam mengelola pengeluaran perusahaan. Peningkatan rasio ini akan mencerminkan bahwa pihak manajer kurang baik dalam mengelola sumber daya yang dimiliki perusahaan, sehingga akan menimbulkan adanya kecurigaan pihak pemegang saham bahwa pihak manajer cenderung menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi. Hal ini akan dapat meningkatkan biaya keagenan dalam perusahaan karena adanya

ketidakpercayaan pada kebijakan manajer terkait dengan pengelolaan sumber daya perusahaan.

Selain masalah keagenan, perusahaan keluarga juga perlu memperhatikan tingkat arus kas bebas yang dimiliki. Berdasarkan hipotesis arus kas bebas yang dikemukakan oleh Jensen (1986), arus kas beba yang berlebih akan memicu adanya penyalahgunaan sumber daya oleh pihak manajemen yang akan menimbulkan kecurigaan pihak pemegang saham, sehingga akan terjadi peningkatan biaya keagenan yang dikeluarkan oleh perusahaan. Hal ini juga akan berdampak pada kinerja keuangan perusahaan, karena pemborosan yang terjadi akan mengakibatkan kinerja keuangan menurun dengan adanya investasi pada proyek yang tidak menguntungkan.

2.3 Arus kas bebas

Arus kas bebas merupakan arus kas bersih setelah dikurangi kebutuhan proyek (Jensen, 1986). Arus kas bebas juga diartikan sebagai arus kas yang menganggur karena arus kas bebas merupakan sumber daya keuangan atas kebijakan manajemen untuk mengalokasikannya pada inestasi-investasi yang bernilai NPV positif. Jensen (1986) berpendapat bahwa jika FCF yang dimiliki perusahaan terlalu banyak akan mengakibatkan kekurangan internal dan pemborosan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan, sehingga hal ini akan menimbulkan adanya biaya keagenan yang menjadi beban kekayaan para pemegang saham. Jensen (1993) secara empiris memeriksa tentang masalah keagenan dan menyatakan bahwa arus kas bebas sebagai alasan utama mengapa pengembalian investasi di perusahaan AS turun di bawah tingkat pengembalian yang diperlukan pada tahun 1980-an. Selain arus kas bebas, Jensen (1993) juga berpendapat bahwa motif kepentingan diri sendiri pihak manajemen juga menjadi factor penting yang menimbulkan adanya biaya keagenan. Brush *et al.* (2000) menyatakan bahwa inefisiensi alokasi arus kas terjadi karena tata kola perusahaan yang lemah, hal ini diakibatkan oleh dewan direksi perusahaan diarahkan pada kebijakan yang mendukung kepentingan manajemen dengan mengorbankan kekayaan para pemegang saham.

Hipotesis arus kas bebas menyatakan bahwa ketika perusahaan telah menghasilkan arus kas bebas yang berlebih dan tidak adanya peluang investasi yang

menguntungkan, maka pihak manajemen akan cenderung melakukan penyalahgunaan arus kas bebas yang tersedia sehingga dapat mengakibatkan adanya peningkatan biaya keagenan, alokasi sumber daya yang tidak efisien, dan investasi yang tidak menguntungkan. Brush *et al.* (2000) menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan yang paling menguntungkan bagi perusahaan adalah karena kurangnya arus kas, tetapi tidak harus bagi perusahaan dengan arus kas bebas yang memadai dan dengan demikian dapat mendukung hipotesis arus kas bebas. Chung *et al.* (2005) juga menyatakan bahwa arus kas bebas yang berlebihan mungkin akan memiliki dampak negatif pada profitabilitas suatu perusahaan dan penilaian saham, sehingga menyarankan hipotesis kontrol investor institusional.

Tidak semua penelitian empiris mendukung hipotesis arus kas bebas. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Gregory & Matatko (2005) yang meneliti bagaimana arus kas bebas memengaruhi kinerja merger berdasarkan data Inggris dan menemukan bahwa merger dengan tingkat arus kas bebas yang tinggi akan berperforma lebih baik dibandingkan dengan merger dengan tingkat arus kas bebas yang lebih rendah karena bukti membuktikan validitas hipotesis arus kas bebas. Selain itu, studi yang dilakukan oleh Szewczyk *et al.* (1996) dan Chang, *et al.* (2007) menemukan bukti empiris dalam mendukung hipotesis peluang investasi bahwa investor akan lebih memilih perusahaan dengan keadaan keduanya. Arus kas bebas yang substansial dan peluang investasi yang menguntungkan dalam penilaian saham.

Dalam penelitian ini hipotesis akan dikembangkan bahwa apakah arus kas bebas memengaruhi kinerja keuangan perusahaan atau tidak. Selain itu juga akan dilihat pengaruh arus kas bebas berdampak positif atau negatif. Jadi, penelitian ini dimaksudkan untuk mengeksplorasi hubungan antara biaya keagenan dan arus kas bebas, serta dampak arus kas bebas dan biaya keagenan terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam konteks perusahaan keluarga yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia.

2.4 Kinerja Keuangan

Pengukuran kinerja perusahaan secara garis besar dibagi menjadi dua, yaitu pengukuran finansial dan non finansial. Kinerja finansial dilakukan dengan menggunakan informasi-informasi keuangan dalam mengukur suatu kinerja

perusahaan. Informasi keuangan yang sering digunakan adalah laporan laba rugi dan neraca (Sari, 2012). Sedangkan, kinerja non finansial merupakan suatu pengukuran kinerja dengan menggunakan informasi-informasi non finansial yang lebih dititikberatkan dari segi kualitas pelayanan kepada pelanggan.

Kinerja perusahaan merupakan penentuan ukuran-ukuran tertentu yang dapat mengukur keberhasilan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Kinerja juga merupakan hal penting yang harus dicapai oleh setiap perusahaan, karena kinerja merupakan suatu cerminan dari kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dimilikinya. Penilaian kinerja adalah penentuan secara periodik efektivitas operasional suatu organisasi, bagian organisasi dan karyawan berdasarkan sasaran, standar dan kinerja yang telah ditetapkan sebelumnya. Sedangkan, kinerja perusahaan sendiri adalah kemampuan perusahaan dalam menjalankan operasional. Penilaian kinerja perusahaan dapat dilihat dari segi analisis laporan keuangan dan dari segi perubahan harga saham. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya.

Peningkatan kinerja keuangan perusahaan menjadi salah satu bentuk keputusan yang harus diambil oleh suatu perusahaan dengan tepat. Menteri keuangan RI berdasarkan surat No. 740/KMK/1989 tanggal 30 Juni 1989 menyatakan bahwa, kinerja merupakan suatu prestasi dari perusahaan selama periode tertentu yang mencerminkan kesehatan dari perusahaan. Kinerja perusahaan menjadi salah satu alat ukur sebuah perusahaan untuk mencapai suatu keberhasilan dalam mengelola perusahaannya.

Kinerja keuangan perusahaan dapat diukur dengan melakukan analisis rasio keuangan. Rasio keuangan merupakan alat analisis dengan menggunakan data-data keuangan perusahaan yang diambil dari laporan keuangan seperti laporan laba rugi, neraca, laporan arus kas dan laporan lainnya. Rasio keuangan yang sering digunakan dalam mengukur kinerja keuangan perusahaan keluarga adalah rasio profitabilitas. Rasio profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan atau laba. Rasio profitabilitas memiliki lima ukuran yaitu, *gross profit margin*, *operating profit margin*, *net profit margin*, *return on assets (ROA)*, dan *Return on Investmen (ROI)*.

Dalam penelitian ini dibahas topik terkait dengan kinerja suatu perusahaan yang dilihat berdasarkan aspek keuangan yaitu kinerja keuangan yang diproksikan dengan rasio *Return on Asset* (ROA). Pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan rasio ROA akan mampu menunjukkan kemampuan atas modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan keuntungan atau laba. Rasio tersebut penting bagi pihak manajemen untuk mengevaluasi efektivitas dan efisiensi manajemen perusahaan dalam mengelola aktiva perusahaan (Sudana, 2011). Semakin besar rasio keuangan ini maka menunjukkan bahwa semakin efisien perusahaan tersebut dalam menggunakan dan mengelola aktiva yang dimilikinya.

2.5 Penelitian Terdahulu

Hubungan antara biaya keagenan dan arus kas bebas dengan kinerja perusahaan telah diuji oleh Wang (2010) di Taiwan dengan mengambil 505 perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Taiwan pada periode 2002-2007. Penelitian Wang (2010) meneliti tentang pengaruh arus kas bebas dan biaya keagenan pada kinerja perusahaan. Selain untuk melihat pengaruh arus kas bebas dan biaya keagenan terhadap kinerja perusahaan, penelitian ini juga bertujuan untuk melihat proksi yang terbaik dalam mengukur biaya keagenan. Hasil dari penelitian menyatakan arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap biaya keagenan dan juga kinerja perusahaan. Biaya keagenan juga memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian selanjutnya yaitu penelitian yang dilakukan oleh Piramita (2012) yang meneliti tentang pengaruh arus kas bebas terhadap biaya keagenan dan kinerja keuangan pada 211 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2009 hingga 2010. Penelitian ini menggunakan variabel arus kas bebas (X) terhadap biaya keagenan dengan proxy TATO dan *administration expense* dan kinerja keuangan dengan proxy ROA dan ROE dengan hasil penelitian FCF memiliki pengaruh positif terhadap Biaya keagenan dan juga kinerja keuangan perusahaan.

Selain itu juga terdapat penelitian yang dilakukan oleh Khidmat & Rehman (2014) yang melakukan penelitian tentang pengaruh arus kas bebas dan biaya keagenan terhadap kinerja perusahaan dengan objek penelitian perusahaan yang terdaftar dalam *state bank* di Pakistan. Penelitian dianalisis dengan metode analisis

regresi OLS. Hasil dari penelitian ini adalah FCF memiliki pengaruh positif terhadap biaya keagenan, FCF memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, dan biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan kecuali proxy TATO.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Herliana, et. al. (2016) yang meneliti tentang pengaruh arus kas bebas terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia dengan biaya keagenan sebagai variabel antara. Hasil dari penelitian ini adalah arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap biaya keagenan, biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan, arus kas bebas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan, serta arus kas bebas berpengaruh positif tidak langsung terhadap kinerja perusahaan.

Rangkuman dari beberapa penelitian terdahulu yang pernah dilakukan akan ditunjukkan dalam tabel 2.1 berikut ini:

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No.	Referensi Penelitian	Tujuan penelitian	Variabel penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian	Keterkaitan dengan Penelitian
1.	Wang, G. Y. (2010). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. <i>Journal of Service Science and Management</i> , 03(04), 408–418. https://doi.org/10.4236/jsm.2010.34047	Mengetahui hubungan FCF dan <i>Agency Cost</i> , dan pengaruh FCF dan <i>Agency Cost</i> terhadap kinerja perusahaan publik yang terdaftar di Taiwan	Arus Kas Bebas. Biaya Keagenan (TATO, <i>OER</i> , <i>AER</i> , <i>volatility</i> , <i>advertising and R&D expense</i> , <i>floatation cost</i> . Kinerja Perusahaan (ROA, ROE, Tobins Q, <i>stock return</i>) Variabel Kontrol (Size, Debt, Market return)	<i>Ordinary Lease Square Methodology</i>	Arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap biaya keagenan dan kinerja keuangan. Arus kas bebas dan biaya keagenan memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan.	Penggunaan teori yang sama yaitu teori keagenan dan arus kas bebas dalam merumuskan hipotesis. Penggunaan variabel perngukuran yang sama untuk biaya keagenan yaitu TATO, OE dan AE.
2.	Piramita, S. (2012). Analisis Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Agency Cost Dan Kinerja Keuangan. Universitas Indonesia.	Mengetahui pengaruh free cash flow terhadap agency cost dan kinerja keuangan.	Arus Kas bebas. Biaya Keagenan (TATO, Administration Expense) Kinerja Keuangan (ROA, ROE) Variabel Kontrol (Size, Debt)	Multivariat Regresi	Arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan dan juga biaya keagenan	Meneliti hubungan arus kas bebas terhadap biaya keagenan dan kinerja keuangan yang menjadi referensi masalah dalam penelitian ini.
3.	Khidmat, W. Bin, & Rehman, M. U. (2014). The impact of free cash flows and agency costs on firm performance — An empirical analysis of KSE listed companies of Pakistan. <i>Journal of Financial Engineering</i> , 01(03), 1450027. https://doi.org/10.1142/s2345768614500275	Mengetahui pengaruh FCF dan <i>Agency Cost</i> terhadap kinerja perusahaan yang terdaftar di KSE Pakistan.	Arus Kas Bebas. Biaya Keagenan (TATO, rasio pengeluaran, Volatilitas pendapatan). Kinerja Keuangan (ROA, ROE, Tobins Q, <i>stock return</i>). Variabel Kontrol (Size, Debt, Market return)	<i>Ordinary Lease Square Methodology</i>	Arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap biaya keagenan Arus kas bebas memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan Biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan kecuali TATO	Penggunaan teori keagenan dan arus kas bebas serta variabel penelitian dan model penelitian.

Tabel 2. 2 Penelitian Terdahulu (Lanjutan)

No.	Penulis, Judul Penelitian	Tujuan penelitian	Variabel penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian	Keterkaitan dengan Penelitian
4.	Abdulrahman, S. M. (2014). The Relationship Between Agency Costs And Financial Performance Of Firms Listed In Nairobi Securities Exchange. University of Nairobi.	Mengetahui pengaruh <i>agency cost</i> terhadap kinerja keuangan perusahaan yang terdaftar di Nairobi Securities Exchange	Biaya keagenan (rasio pemanfaatan asset) Kinerja keuangan (ROA) Kontrol (Beban iklan, rasio asset tetap dan utang)	<i>Multiple regression analysis</i>	Biaya keagenan memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan	Penggunaan variabel biaya keagenan dan kinerja keuangan dengan pengukuran rasio pemanfaatan asset untuk biaya keagenan dan ROA untuk kinerja perusahaan.
5.	Herliana, A. R., Budiardjo, D., & Komalasari, P. T. (2016). Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kinerja Perusahaan Melalui Agency Cost Sebagai Variabel Antara Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Universitas Airlangga Surabaya, Surabaya.	Menguji secara empiris pengaruh langsung free cash flow terhadap agency cost perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Arus Kas Bebas, Biaya Keagenan (OER) Kinerja perusahaan (ROA)	Regresi Linier Berganda	Arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap biaya keagenan. Biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Arus kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan Arus kas bebas berpengaruh tidak langsung positif terhadap kinerja perusahaan	Pengujian hubungan secara empiris dengan variabel arus kas bebas, biaya keagenan dan kinerja perusahaan.

2.6 Research Gap

Berdasarkan beberapa penelitian yang telah dilakukan, terhadap perbedaan hasil dalam hubungan antara arus kas bebas dengan kinerja perusahaan. Penelitian Wang (2010), Piramita (2012), dan Herliana, et. al. (2016) menyatakan bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan, penelitian Khidmat & Rehman (2014) menyatakan bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil dari penelitian Khidmat & Rehman (2014) ini sesuai dengan hipotesis arus kas bebas yang menyatakan bahwa arus kas bebas yang berlebih akan memicu adanya pemborosan yang mengakibatkan kinerja perusahaan yang kurang baik. Hal ini menunjukkan adanya hubungan negatif antara arus kas bebas dengan kinerja perusahaan.

Adanya perbedaan hasil dalam penelitian terdahulu menjadi salah satu latar belakang penulis dalam penelitian ini. Penelitian ini mengadaptasi model penelitian Wang (2010) dan Khidmat & Rehman (2014) dengan menggunakan beberapa variabel yang sama yaitu biaya keagenan, arus kas bebas dan juga kinerja keuangan perusahaan untuk mengonfirmasi hasil dari penelitian pada objek yang berbeda. Biaya keagenan dalam penelitian ini diukur dengan proksi *Total Asset Turnover* (TATO), *Operational Expense* dan *Administration Expense*. Sedangkan, untuk kinerja perusahaan sendiri akan lebih berfokus pada kinerja keuangan yang diproksikan dengan *Return on Asset* (ROA).

Penelitian ini berbeda dengan objek yang dikhususkan pada perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang memiliki karakteristik khusus dan juga dilakukan dengan model yang berbeda. Perbedaan lain dari penelitian ini adalah tahun amatan yang digunakan yaitu tahun 2013 hingga tahun 2017. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini berbeda dengan penelitian selanjutnya, yaitu menggunakan regresi data panel karena mempertimbangkan jenis data yang digunakan yaitu *cross section* dan *time series*.

2.7 Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini akan melakukan pengujian untuk mengetahui pengaruh arus kas bebas dan biaya keagenan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Terdapat empat hipotesis yang dibentuk untuk menjawab tujuan penelitian. Berikut hipotesis yang dibentuk dalam penelitian ini.

2.7.1 Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Biaya Keagenan

Arus kas bebas dan biaya keagenan memiliki hubungan yang berkaitan erat dengan adanya konflik yang terjadi antara pemegang saham dengan pihak pengelola perusahaan (Jensen, 1986). Penelitian Wang (2010) menunjukkan bahwa hubungan antara arus kas bebas dan biaya keagenan dapat dilihat berdasarkan dua sisi. Pertama keberadaan arus kas bebas yang berlebihan akan dapat meningkatkan motivasi manajemen untuk melakukan konsumsi yang berlebihan, pemborosan dan juga investasi yang berlebihan yang akan berdampak pada peningkatan biaya keagenan yang diukur dengan menggunakan rasio perputaran aset, rasio pengeluaran serta rasio administrasi.

Hipotesis arus kas bebas yang digagas oleh Jensen (1986) menyatakan bahwa adanya arus kas bebas yang berlebihan akan menyebabkan pihak manajemen menghabiskan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi yang tidak meningkatkan nilai perusahaan bagi pemegang saham. Hal tersebut menjadikan pemegang saham tidak yakin pada manajer, sehingga untuk memberikan keyakinan bahwa pihak manajer tidak akan melakukan tindakan yang membebani pemegang saham, maka perusahaan harus mengeluarkan biaya keagenan. Biaya tersebut dikeluarkan untuk memastikan bahwa pihak manajemen akan mengelola perusahaan sesuai dengan kepentingan pihak pemegang saham.

Perilaku oportunistik yang dilakukan oleh pihak manajemen seperti melakukan investasi yang tidak perlu atau menghabiskan arus kas bebas untuk kepentingan pribadi seperti itu tidak akan meningkatkan nilai pemegang saham (Jensen, 1986). Perilaku manajer yang tidak sesuai dengan keinginan para pemegang saham akan mengakibatkan peningkatan biaya keagenan dalam perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis pertama dan model regresi dalam penelitian ini adalah:

Hipotesis 1: Arus Kas Bebas memiliki pengaruh positif terhadap biaya keagenan

Hipotesis 1a: Arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap rasio perputaran aset

Hipotesis 1b: Arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap beban operasi

Hipotesis 1c: Arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap beban administrasi

2.7.2 Pengaruh Biaya keagenan terhadap Kinerja Keuangan

Biaya keagenan merupakan biaya yang dikeluarkan oleh pihak principal untuk melakukan pengawasan terhadap agen atau pihak pengelola perusahaan. Besarnya biaya keagenan terjadi karena adanya ketidakpercayaan pihak principal atau pemborosan arus kas bebas yang dilakukan oleh pihak pengelola untuk kepentingan diri sendiri yang kurang memberikan nilai terhadap perusahaan. Contoh dari biaya keagenan adalah biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan ketika manajemen perusahaan menggunakan sumber daya perusahaan untuk memilih proyek-proyek yang lebih mereka sukai dibanding dengan proyek-proyek yang mampu menambah nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Khidmat & Rehman (2014) menyatakan bahwa biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Biaya keagenan dalam penelitian Khidmat & Rehman (2014) menggunakan proksi TATO, beban pengeluaran dan volatilitas pendapatan, dari ketiga proksi yang digunakan hanya proksi TATO yang menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Proksi pengukuran lain menunjukkan pengaruh yang negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wang (2010) yang mendapatkan hasil bahwa biaya keagenan memiliki hubungan dengan kinerja keuangan perusahaan, ketika biaya keagenan menjadi semakin tinggi maka kinerja keuangan perusahaan menjadi kurang baik. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara biaya keagenan dengan kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

Hipotesis 2: Biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Keluarga.

2.7.3 Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kinerja Keuangan

Konflik kepentingan yang terjadi antara pihak pemegang saham dengan manajemen yang disebabkan oleh adanya arus kas bebas yang berlebihan akan memengaruhi kinerja keuangan. Hal ini sejalan dengan hipotesis arus kas bebas dan juga teori keagenan yang disampaikan oleh Jensen (1986). Hubungan tersebut terjadi karena kinerja keuangan dinyatakan baik apabila pihak manajemen berhasil mengelola sumber daya perusahaan dengan melakukan investasi yang mampu

meningkatkan nilai para pemegang saham. Oleh karena itu, jika pihak manajemen tidak mampu mengelola arus kas bebas yang merupakan wewenang kebijakannya untuk meningkatkan nilai bagi para pemegang saham dan justru malah menghabiskannya untuk kepentingan diri sendiri, maka hal ini akan menurunkan kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan dalam penelitian ini akan menggunakan proksi pengukuran return on asset (ROA).

Brush et al. (2000) dalam penelitiannya menyatakan bahwa peningkatan arus kas bebas akan menurunkan kinerja pertumbuhan penjualan yang diproksikan dengan ROA. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa keberadaan arus kas bebas yang berlebihan akan memberikan motivasi kepada pihak manajemen untuk melakukan investasi yang tidak perlu atau yang memiliki nilai NPV yang negatif yang akan mengakibatkan kinerja perusahaan mengalami penurunan. Hal ini sejalan dengan hipotesis arus kas bebas yang menyatakan bahwa arus kas bebas yang berlebih akan memotivasi pihak manajemen menggunakan kas untuk investasti yang kurang menguntungkan. Berdasarkan atas penjelasan tersebut, maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah:

Hipotesis 3: Arus kas bebas memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan Perusahaan Keluarga

2.7.4 Pengaruh Biaya keagenan dan Arus kas bebas terhadap Kinerja Keuangan

Arus kas bebas dan biaya keagenan memiliki hubungan yang berkaitan erat dengan adanya konflik yang terjadi antara pemegang saham dengan pihak pengelola perusahaan (Jensen, 1986). Penelitian Wang (2010) menunjukkan bahwa hubungan antara arus kas bebas dan biaya keagenan dapat dilihat berdasarkan dua sisi. Pertama keberadaan arus kas bebas yang berlebihan akan dapat meningkatkan motivasi manajemen untuk melakukan konsumsi yang berlebihan, pemborosan dan juga investasi yang berlebihan yang akan berdampak pada peningkatan biaya keagenan yang diukur dengan menggunakan rasio perputaran asset, rasio pengeluaran serta rasio administrasi.

Hipotesis arus kas bebas yang digagas oleh Jensen (1986) menyatakan bahwa adanya arus kas bebas yang berlebihan akan menyebabkan pihak manajemen menghabiskan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi yang tidak

meningkatkan nilai perusahaan bagi pemegang saham. Hal tersebut menjadikan pemegang saham tidak yakin pada manajer, sehingga untuk memberikan keyakinan bahwa pihak manajer tidak akan melakukan tindakan yang membebankan pemegang saham, maka perusahaan harus mengeluarkan biaya. Biaya tersebut dikeluarkan untuk memastikan bahwa pihak manajemen akan mengelola perusahaan sesuai dengan kepentingan pihak pemegang saham.

Perilaku oportunistik yang dilakukan oleh pihak manajemen seperti melakukan investasi yang tidak perlu atau menghabiskan arus kas bebas untuk kepentingan pribadi seperti itu tidak akan meningkatkan nilai pemegang saham (Jensen, 1986). Perilaku manajer yang tidak sesuai dengan keinginan para pemegang saham akan mengakibatkan peningkatan biaya keagenan dalam perusahaan yang dapat menurunkan kinerja keuangan perusahaan. Bukti lain yang mendukung hubungan arus kas bebas dan biaya keagenan dengan kinerja perusahaan juga dibuktikan dalam penelitian Wang (2010) yang menemukan hasil bahwa arus kas bebas dan biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja suatu perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini membentuk suatu hipotesis bahwa arus kas bebas dan biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 4: Biaya Keagenan dan arus kas bebas secara simultan berpengaruh terhadap kinerja keuangan Perusahaan Keluarga

BAB III

METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan tentang prosedur yang akan dilakukan dalam melakukan penelitian yang berisi kerangka dan hipotesis penelitian, pengukuran dan variabel penelitian, desain penelitian, serta teknik analisis data yang digunakan.

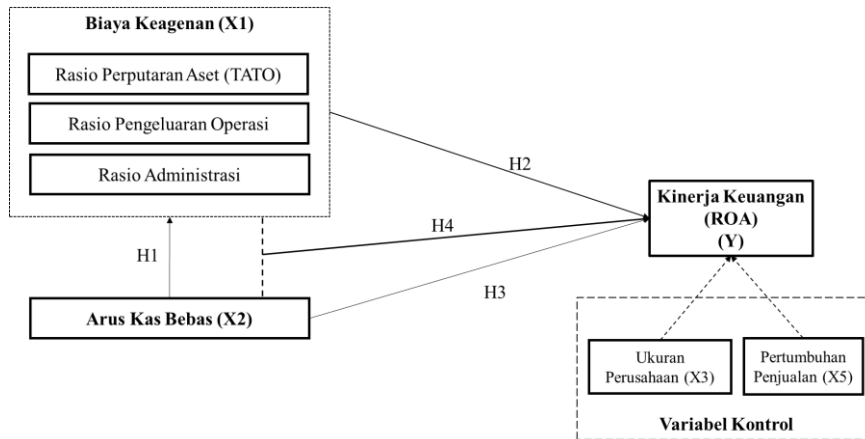
3.1 Konsep Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui bagaimana pengaruh dari biaya keagenan dan arus kas bebas terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Indonesia. Kinerja keuangan perusahaan akan diproksikan dengan nilai ROA yang dimiliki oleh perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor, salah satunya adalah biaya keagenan yang diproksikan dengan nilai TATO, beban operasi dan beban administrasi umum. Selain itu, kinerja keuangan juga dipengaruhi oleh tingkat arus kas bebas yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Penelitian ini merupakan penelitian eksploratori yang menjelaskan hubungan sebab akibat. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh dari biaya keagenan dan arus kas bebas terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Untuk mencapai tujuan penelitian, maka akan dilakukan uji dengan metode analisis regresi data panel. Data yang digunakan adalah data sekunder yang didapatkan dari laporan tahunan yang berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI dan website perusahaan).

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel dari penelitian ini adalah perusahaan keluarga yang telah terdaftar di BEI pada periode tahun 2013 hingga tahun 2017. Desain dan model penelitian dapat dilihat pada gambar 3.1 sebagai berikut.

3.2 Model Penelitian

Penelitian ini memiliki kerangka penelitian yang dikembangkan dari penelitian Wang (2010), Khidmat & Rehman (2014) dan Abdulrahman (2014). Berikut merupakan kerangka penelitian.



Gambar 3. 1 Kerangka Penelitian

Kerangka penelitian ini dikembangkan dari penelitian Abdulrahman (2014) dan Wang (2010). Penelitian Abdulrahman (2014) meneliti hubungan antara biaya keagenan dengan kinerja keuangan perusahaan dengan analisis *multiple regression*. Sedangkan, penelitian Wang (2010) dan Khidmat & Rehman (2014) meneliti pengaruh biaya keagenan terhadap kinerja perusahaan dengan menambahkan variabel arus kas bebas yang memengaruhi biaya keagenan dan juga memengaruhi kinerja perusahaan. Pada penelitian ini, akan menggunakan variabel biaya keagenan dengan proksi pengukuran yang berasal dari penelitian Wang (2010) dan juga Khidmat & Rehman (2014). Sedangkan, variabel dependennya diambil dari penelitian Abdulrahman (2014) yaitu kinerja keuangan perusahaan dengan proksi pengukuran menggunakan ROA.

Dari kerangka penelitian, dapat dibangun 4 hipotesis, yaitu:

- Hipotesis 1: Arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap biaya keagenan
- Hipotesis 2: Biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan Perusahaan Keluarga
- Hipotesis 3: Arus kas bebas memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan Perusahaan Keluarga
- Hipotesis 4: Biaya Keagenan dan arus kas bebas secara simultan berpengaruh terhadap kinerja keuangan Perusahaan Keluarga

3.3 Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Berdasarkan model analisis dan hipotesis, maka variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Variabel terikat (*dependen variable*) dalam penelitian ini adalah *Return on Assets* (ROA).
2. Variabel bebas (*independen variable*) dalam penelitian ini adalah biaya keagenan dan arus kas bebas.
3. Variabel kontrol dalam penelitian ini terdiri dari, ukuran perusahaan (*size*) dan juga pertumbuhan penjualan (*growth*). Ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol karena berdasarkan penelitian Wang (2010) perusahaan yang memiliki ukuran lebih besar dapat menyebabkan nilai perusahaan yang lebih tinggi dengan lebih banyaknya sumber daya perusahaan yang tersedia untuk dijadikan output serta pihak manajer akan lebih memanfaatkan sumber daya dengan baik. Pertumbuhan penjualan digunakan sebagai variabel kontrol, karena berdasarkan Anderson & Reeb (2003) menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan.

Berikut merupakan definisi dan pengukuran terkait dengan variabel yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 3. 1 Definisi Operasional Variabel

Variabel	Indikator	Pengukuran	Sumber
Kinerja Keuangan Perusahaan	ROA	Dihitung dengan menggunakan rasio ROA dengan menggunakan seluruh aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba setelah pajak, dengan rumus: $ROA = \frac{\text{Laba Bersih setelah Pajak (EAT)}}{\text{Total Aktiva}}$	Sudana (2011)
Biaya Keagenan	Perputasan Total Aset	Dihitung dengan membagi penjualan bersih dengan total asset yang dimiliki oleh perusahaan, dengan rumus: $TATO = \frac{\text{Penjualan Bersih}}{\text{Total Aset}}$	Ang <i>et al.</i> (2000)
	Beban Operasi	Dihitung dengan rasio beban operasional terhadap penjualan bersih perusahaan, dengan rumus: $OER = \frac{\text{Beban Operasi}}{\text{Penjualan Bersih}}$	Ang <i>et al.</i> (2000)
	Beban Administrasi dan Umum	Dihitung dengan rasio beban umum dan administrasi terhadap penjualan bersih perusahaan, dengan rumus: $AER = \frac{\text{Beban Umum dan Administrasi}}{\text{Penjualan bersih}}$	Singh & Davidson (2003)

Tabel 3. 2 Definisi Operasional Variabel (Lanjutan)

Variabel	Indikator	Pengukuran	Sumber
Arus Kas Bebas	Tingkat arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan	Dihitung dengan laba bersih operasi sebelum beban penyusutan, dikurangi pajak penghasilan badan, beban bunga, dan dividen tunai, dengan rumus: $FCF_{t-1} = \frac{Arus\ Kas\ Operasi_{t-1} - Dividen_{t-1}}{Sales_{t-1}}$	Gul & Tsui (1997) dan Tresnaningsih (2008)
Ukuran Perusahaan		Diukur dengan besar kecilnya perusahaan yang diukur dengan besarnya asset yang dimiliki perusahaan, dengan rumus: $Size = \log(Total\ Aset)$	Anderson & Reeb (2003)
Tingkat Pertumbuhan		tingkat pertumbuhan penjualan tahunan suatu perusahaan yang diukur dengan membandingkan tingkat penjualan dengan penjualan periode sebelumnya dengan rumus: $Growth = \frac{(sales_t - sales_{t-1})}{sales_{t-1}}$	Anderson & Reeb (2003)

3.4 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder ini berupa laporan keuangan tahunan perusahaan yang berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan website perusahaan terkait. Untuk mengetahui informasi terkait dengan tingkat arus kas bebas pada suatu perusahaan, dilihat pada bagian laporan arus kas. Informasi terkait dengan total penjualan dan beban perusahaan dilihat pada bagian laporan laba rugi. Selain itu data sekunder juga didapatkan dari literatur dan jurnal penelitian sebelumnya yang menjadi referensi penelitian.

3.5 Populasi dan Desain Sampling

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan keluarga di Indonesia dan telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian yaitu tahun 2013-2017. Sampel dari penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu yang telah ditentukan oleh peneliti.

Kriteria penentuan sampel data yang dibutuhkan peneliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan keluarga yang dicirikan dengan nama keluarga atau marga yang sama yang tercatat di BEI pada periode tahun 2013 hingga 2017.
2. Perusahaan yang dikategorikan sebagai perusahaan keluarga yang sesuai dengan keputusan direksi PT Bursa Efek Jakarta No.Kep-305/BEJ/07-2004 yaitu perusahaan keluarga merupakan perusahaan yang memiliki minimal kepemilikan keluarga sebesar 25%. Atau perusahaan keluarga berdasarkan definisi dari Handoyo (2010) dalam penelitian Simanjuntak (2010) yang menyatakan bahwa perusahaan keluarga adalah perusahaan yang dimiliki atau dikelola oleh sejumlah orang yang memiliki hubungan kekeluargaan, baik suami istri maupun keturunannya, serta hubungan persaudaraan.
3. Perusahaan keluarga sektor non keuangan.
4. Perusahaan keluarga yang dikelola oleh agen dari luar keluarga.
5. Perusahaan yang melaporkan laporan tahunan secara rutin selama periode tahun 2013 hingga 2017.

Berdasarkan kriteria sampel diatas, dari 555 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia hingga tahun 2017, didapatkan total perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai perusahaan keluarga yaitu 220 perusahaan, tetapi hanya 55 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian, dengan rincian berikut:

Tabel 3. 3 Pemilihan Sampel Penelitian

Uraian	Jumlah
Perusahaan terdaftar di BEI tahun 2017	555 perusahaan
- Perusahaan non keluarga	335 Perusahaan
Perusahaan Keluarga	220 perusahaan
- Perusahaan Sektor Keuangan	24 perusahaan
- Perusahaan yang dikelola keluarga	103 perusahaan
- Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap	38 perusahaan
Perusahaan Keluarga yang menjadi sampel	55 perusahaan
Jumlah pengamatan (55 perusahaan x 5 tahun)	275 pengamatan

Daftar perusahaan keluarga yang sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan disajikan dalam tabel 3.4 berikut:

Tabel 3. 4 Daftar Perusahaan Keluarga

Nama Perusahaan	Nama Perusahaan
ABM Investama Tbk	Star Pacific Tbk
Ace Hardware Indonesia Tbk	Matahari Department Store Tbk
ADARO ENERGY Tbk	Mas Murni Indonesia Tbk
Argha Karya Prima Ind. Tbk	Modernland Realty Ltd Tbk
Bumi Citra Permai Tbk	PT Medco Energi Internasional Tbk
Indo Kordsa Tbk	Matahari Putra Prima Tbk
Berlina Tbk	MNC Sky Vision Tbk
Baramulti Suksessarana Tbk	Metrodata Electronics Tbk
Bumi Teknokultura Unggul Tbk	Metro Realty Tbk
Bayan Resources Tbk	Hanson International Tbk
Colorpak Indonesia Tbk	ONIX CAPITAL Tbk
Citra Tubindo Tbk	J RESOURCES ASIA PASIFIK Tbk
Citatah Tbk	Rukun Raharja Tbk
PT Indoritel Makmur Internasional Tbk.	Ramayana Lestari Sentosa Tbk
Dian Swastatika Sentosa Tbk	Supra Boga Lestari Tbk
Darya-Varia Laboratoria Tbk	Radiant Utama Interinsco Tbk
Fortune Indonesia Tbk	Sampoerna Agro Tbk
Smartfren Telecom Tbk	PT Siloam International Hospitals Tbk.
Panasia Indo Resources Tbk	Mandom Indonesia Tbk
HM Sampoerna Tbk	PT Tiphone Mobile Indonesia Tbk.
Harum Energy Tbk	Tira Austenite Tbk
Island Concepts Indonesia Tbk	Tirta Mahakam Resources Tbk
Intikeramik Alamasri Industri Tbk	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk
Indorama Synthetics Tbk	United Tractors Tbk
Kedaung Indah Can Tbk	Unilever Indonesia Tbk
Kalbe Farma Tbk	Voksel Electric Tbk
Lippo Cikarang Tbk	PT WEHA Transportasi Indonesia Tbk
Lippo Karawaci Tbk	

3.6 Metode Analisis Data

Dalam penelitian ini menggunakan alat analisis *software Eviews 9* untuk membantu pengolahan data penelitian yang berbentuk data panel. Metode analisis data panel digunakan untuk mendapatkan hasil penelitian yang dapat diinterpretasikan. Metode analisis data tersebut antara lain:

3.6.1 Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif ini dilakukan untuk mengidentifikasi gambaran kondisi variabel-variabel yang akan diuji dalam suatu penelitian, bagaimana profil serta distribusi variabel-variabel tersebut. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah ROA (Y), sedangkan variabel independen adalah biaya keagenan (X1) dan arus kas bebas (X2). Menurut Ghozali (2006) statistic deskriptif memberikan deskripsi atau

gambaran suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, minimum dan maksimum, yang dijelaskan sebagai berikut:

- a. *Mean*, bertujuan untuk mengetahui karakteristik dari kelompok data dengan membagi keseluruhan data terhadap jumlah data. *Mean* memberikan informasi terkait dengan nilai rata-rata dari sebaran data pada variabel penelitian.
- b. Standar deviasi, merupakan nilai yang menunjukkan keheterogenan data yang sedang diteliti dalam suatu penelitian. Semakin besar nilai standar deviasi maka semakin besar tingkat variasi data.
- c. *Maximum*, nilai tertinggi dalam suatu sampel yang diteliti.
- d. *Minimum*, nilai terendah dalam suatu sampel yang diteliti.

3.6.2 Pengujian Model

Menurut Basuki & Prawoto (2016) untuk memilih model yang paling tepat dalam mengelola data panel, terdapat beberapa pengujian yang dapat dilakukan, yaitu:

- A. **Uji Chow**, untuk menentukan apakah model *Fixed Effect* atau *Common Effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Apabila nilai probabilitas *Cross Statistic-F* lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ maka H_0 ditolak, sebaliknya jika nilai probabilitas signifikansi lebih besar dari tingkat signifikansi maka H_0 diterima. Hipotesis yang dibentuk dalam Uji Chow adalah:
Ho: *Common Effect Model*
H₁: *Fixed Effect Model*
- B. **Uji Hausman**, untuk memilih apakah model *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang paling tepat digunakan. Apabila nilai probabilitas *cross section random* lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ maka H_0 ditolak. Sebaliknya, jika nilai probabilitas *cross section random* lebih besar dibandingkan dengan tingkat signifikansi maka H_0 diterima. Hipotesis yang dibentuk dalam uji Hausman adalah:
Ho: *Random Effect Model*
H₁: *Fixed Effect Model*
- C. **Uji Lagrange Multiplier**, untuk mengetahui apakah model *Random Effect* lebih baik dari pada metode *Common Effect*. Apabila nilai LM hitung lebih besar dari

nilai kritis *Chi-Squares*, artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Random Effect*. Hipotesis yang dibentuk dalam uji LM adalah:

Ho: *Common Effect Model*

H₁: *Random Effect Model*

3.6.3 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk menguji apakah model regresi benar-benar menunjukkan suatu hubungan yang signifikan dan representative dari suatu model. Data yang digunakan merupakan data sekunder, sehingga untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang mendasari model regresi. Menurut Basuki & Prawoto (2016), tidak semua uji asumsi klasik yang ada pada metode OLS dipakai dalam metode data panel, namun hanya uji multikolinieritas dan heteroskedastisitas saja yang diperlukan dengan alasan sebagai berikut:

1. Uji linieritas hampir tidak dilakukan pada setiap model regresi linier. Karena sudah diasumsikan bahwa model bersifat linier. Kalaupun harus dilakukan semata-mata untuk melihat sejauh mana tingkat linieritasnya.
2. Uji normalitas pada dasarnya tidak merupakan syarat BLUE (*Best Linier Unbias Estimator*) dan beberapa pendapat tidak mengharuskan syarat ini sebagai sesuatu yang wajib dipenuhi.
3. Autokorelasi hanya terjadi pada data *time series*. Pengujian autokorelasi pada data yang tidak bersifat *time series* (*cross section* atau *panel*) tidaklah berarti.
4. Multikolinieritas perlu dilakukan pada saat regresi linier menggunakan lebih dari satu variabel bebas.
5. Heteroskedastisitas biasanya terjadi pada data *cross section*, dimana data panel lebih dekat ke ciri data *cross section* dibandingkan *time series*.

A. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas diperlukan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi (hubungan kuat) antar variabel bebas atau variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi atau kemiripan di antara variabel independen. Untuk menguji ada tidaknya masalah *Multikolinearitas* dapat dilakukan dengan cara menguji koefisien korelasi (r) antar variabel independen. Jika nilai $r > 0.85$, maka model tersebut mempunyai masalah multikolinieritas antar variabel

independen, dan sebaliknya (Widarjono, 2009).

B. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas merupakan salah satu uji asumsi klasik yang dilakukan untuk melihat adanya ketidaksamaan dari residual pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang memenuhi persyaratan adalah model yang terdapat kesamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain yang tetap atau disebut homoskedastisitas. Metode yang digunakan untuk uji heteroskedastisitas adalah Uji White, Glejser, Breusch-Pagan-Godfrey, Harvey, dan ARCH. Model memenuhi persyaratan apabila nilai *chi-square* melebihi nilai *alpha* 0,5 (Basuki Parawoto, 2016).

3.6.4 Analisis Regresi Data Panel

Analisis regresi bertujuan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih serta menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen yang digunakan dalam suatu penelitian. Hasil analisis regresi berupa koefisien regresi untuk masing-masing variabel independen. Koefisien ini diperoleh dengan cara memprediksi nilai variabel dependen dengan suatu persamaan. Persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon$$

$$TATO = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 S_{i,t} + \beta_3 G_{i,t} + e_{i,t}$$

$$OER = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 S_{i,t} + \beta_3 G_{i,t} + e_{i,t}$$

$$AER = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 S_{i,t} + \beta_3 G_{i,t} + e_{i,t}$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 TATO_{i,t} + \beta_2 OE_{i,t} + \beta_3 AE_{i,t} + \beta_4 FCF_{i,t} + \beta_5 S_{i,t} + \beta_6 G_{i,t} + e_{i,t}$$

Keterangan:

β_n = Koefisien variabel independen

ROA = *Return On Asset* (Y)

TATO = *Total Asset TurnOver Ratio* (X1)

OE = *Operating Expense* (X1)

AE = *Administration Expense* (X1)

FCF = *Free Cash Flow* (X2)

S = *Size*

G = *Growth*

E = *error*

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel yang digunakan untuk mengetahui pengaruh praktik biaya keagenan dan arus kas bebas terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI periode tahun 2013 hingga 2017. Regresi data panel digunakan dalam penelitian ini karena data dalam penelitian ini merupakan data panel yaitu data gabungan dari data runtut waktu dan data silang. Dalam penelitian ini, jumlah unit waktu sama untuk setiap unit atau perusahaan yang menjadi sampel penelitian, sehingga disebut *balanced panel*. Menurut Basuki & Prawoto (2016) metode estimasi model regresi dengan menggunakan data panel dapat dilakukan dengan tiga pendekatan, yaitu:

1. *Common Effect Model*, pendekatan model data panel yang paling sederhana karena hanya mengombinasikan data time series dan data cross section. Model ini tidak memperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Metode ini bisa menggunakan pendekatan *Ordinary Least Square (OLS)* untuk mengestimasi model data panel.
2. *Fixed Effect Model*, mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intercept. Estimasi data panel model Fixed Effect menggunakan teknik variabel dummy untuk menangkap perbedaan intercept antar perusahaan, dengan slope yang sama antar perusahaan. Model estimasi ini sering juga disebut dengan teknik *Least Squares Dummy Variable (LDSV)*.
3. *Random Effect Model*, mengestimasi data panel dimana ada kemungkinan variabel gangguan saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Pada model random effect perbedaan intercept diakomodasi oleh error terms masing-masing perusahaan. Keuntungan menggunakan model ini adalah menghilangkan heteroskedastisitas. Model ini juga disebut dengan *Error Component Model (ECM)* atau teknik *Generalized Least Square (GLS)*.

3.6.5 Pengujian Hipotesis

Hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini berkaitan dengan ada tidaknya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Langkah-langkah pengujiannya sebagai berikut:

A. Uji Koefien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Tujuan menghitung koefisien determinasi adalah untuk mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Nilai R^2 mempunyai interval antara 0 sampai 1 ($0 \leq R^2 \leq 1$). Semakin besar nilai R^2 (mendekati 1), semakin baik hasil untuk model regresi tersebut. Dan semakin mendekati 0, maka variabel independen secara keseluruhan tidak dapat menjelaskan variabel dependen (Sulaiman, 2004).

B. Uji t (Uji Parsial)

Uji t (T-test) atau uji Parsial digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen (X) secara parsial terhadap variabel dependen (Y), yaitu pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Prosedur yang digunakan dalam melakukan uji t menurut Sulaiman (2004), adalah:

1. Merumuskan Hipotesis

$H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = 0$, artinya tidak terdapat pengaruh dari variabel biaya keagenan dan arus kas bebas secara parsial terhadap kinerja keuangan.

$H_a : b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq 0$, artinya terdapat pengaruh dari variabel biaya keagenan dan arus kas bebas secara parsial terhadap kinerja keuangan.

2. Penetapan tingkat signifikansi (α)

Tingkat signifikan yang ditolerir $\alpha = 5\%$ atau confident interfal sebesar 95%. Derajat kebebasan (*degree of freedom*) atau df yaitu $(n-k-1)$ dimana n adalah jumlah observasi dan k adalah jumlah variabel bebas.

3. Menentukan besar t-hitung

4. Menentukaan daerah keputusan

Menentukan wilayah H_0 dan H_a serta membandingkan nilai t hitung untuk mengetahui apakah menerima H_0 atau menerima H_a .

5. Menentukan hipotesis

H_0 diterima jika $t \text{ hitung} \leq t \text{ tabel}$

H_a diterima jika $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$

C. Uji Hipotesis Simultan (F-Test)

Uji F digunakan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap

variabel dependen. Cara yang digunakan adalah dengan melihat besarnya nilai probabilitas signifikansinya. Jika nilai probabilitas signifikansinya kurang dari 5% maka variabel independen akan berpengaruh signifikan secara simultan terhadap variabel dependen (Ghozali, 2006). Langkah-langkah pengujian hipotesis simultan dengan menggunakan uji-F adalah sebagai berikut:

1. Membuat formula uji hipotesis

$H_0 : b_1 \& b_2 = 0$, artinya tidak terdapat pengaruh dari variabel biaya keagenan dan arus kas bebas secara simultan terhadap kinerja keuangan.

$H_a : b_1 \& b_2 \neq 0$, artinya terdapat pengaruh dari variabel biaya keagenan dan arus kas bebas secara simultan terhadap kinerja keuangan.

2. Penetapan tingkat signifikansi (α)

Tingkat signifikan yang ditolerir $\alpha = 5\%$ atau confident interfal sebesar 95%. Derajat kebebasan (*degree of freedom*) atau df yaitu $(n-k-1)$ dimana n adalah jumlah observasi dan k adalah jumlah variabel bebas.

3. Menentukan besar F-hitung

4. Menentukan daerah keputusan

5. Menentukan hipotesis

a. Bila $F\text{-hitung} < F\text{-tabel}$, variabel bebas secara simultan tidak berpengaruh terhadap variabel terikat, H_0 diterima dan H_a ditolak

b. Bila $F\text{-hitung} > F\text{-tabel}$, variabel bebas secara simultan berpengaruh terhadap variabel terikat, H_0 ditolak dan H_a diterima

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini dibahas mengenai analisis dan pembahasan hasil, olah data yang telah dilakukan dalam penelitian ini. Pembahasan yang dilakukan berdasarkan pada landasan teori yang berkaitan dengan permasalahan yang dibahas.

4.1 Analisis Hasil Olah Data

4.1.1 Analisis Deskriptif

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel, yaitu suatu data yang berasal dari gabungan antara data runtut waktu (*time series*) dan data silang (*cross section*). Data runtut waktu (*time series*) dalam penelitian ini yaitu data perusahaan selama 5 tahun (2013-2017). Sedangkan, data silang (*cross section*) meliputi data perusahaan keluarga terbuka yang terdaftar di BEI dan memenuhi kriteria sampel. Berdasarkan ketersediaan data dari laporan tahunan dan keuangan perusahaan, maka terdapat sebanyak 275 data pengamatan yang dianggap telah representatif.

Berikut merupakan deskripsi data yang digunakan dalam penelitian ini yang telah diolah dengan menggunakan *software eviews*.

Tabel 4. 1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Mean	Maximum	Minimum	Std. Deviasi
ROA	275	0.044058	1.928357	-1.708397	0.200012
TATO	275	0.939426	6.809908	0.000258	0.843024
OER	275	0.287600	7.599574	0.001216	0.576008
AER	275	0.185227	7.058752	0.002555	0.508004
AKB	275	0.018912	4.278238	-5.098536	0.548738

Sumber: data yang telah diolah, 2019

Nilai ROA perusahaan keluarga di Indonesia memiliki rata-rata sebesar 0.044, dapat diartikan bahwa perusahaan keluarga selama lima tahun memiliki tingkat profitabilitas sebesar 4.4% selama tahun 2013 hingga 2017. Nilai ini menunjukkan angka yang cukup rendah jika dibandingkan dengan rata-rata ROA dalam penelitian-penelitian sebelumnya seperti nilai ROA perusahaan manufaktur dalam penelitian Herliana et al. (2016) yaitu sebesar 8%. Selama periode pengamatan PT Bumi Citra Permai Tbk memiliki nilai ROA tertinggi yaitu sebesar

1.928357 di tahun 2017. Sedangkan, Onix Capital Tbk. memiliki nilai ROA terendah yaitu sebesar -1.708397 di tahun 2014. Rentang nilai maksimum dan minimum tersebut tidak begitu membuat variasi yang terlalu besar yaitu hanya 20% jika dibandingkan dengan variabel lain dalam penelitian ini yang memiliki variasi yang lebih besar. Rendahnya nilai ROA ini diakibatkan oleh banyaknya investasi atau persediaan yang menganggur. Selain itu, aktiva tetap perusahaan beroperasi di bawah kapasitas normal.

Variabel independen biaya keagenan memiliki tiga proksi yaitu TATO, OER dan AER. TATO memiliki mean atau rata-rata sebesar 0.939426 yang berarti rata-rata perputaran aset perusahaan keluarga adalah sebesar 0.939426. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan keluarga memiliki perputaran aset yang baik selama periode tahun 2013-2017 dengan nilai TATO yang besar yaitu 93%. Nilai maksimum sebesar 6.809908 yang dimiliki oleh perusahaan Bumi Citra Permai Tbk. (BCIP) tahun 2017. Nilai minimum sebesar 0.000258 yang dimiliki PT Indoritel Makmur Internasional Tbk. (DNET) tahun 2014. Rentan nilai minimum dan maksimum tersebut menyebabkan nilai standar deviasi sebesar 0.843024 yang berarti bahwa variasi data TATO perusahaan keluarga sangat besar yaitu 84%.

OER memiliki nilai mean atau rata-rata sebesar 0.2876 yang berarti rata-rata beban operasi perusahaan keluarga periode tahun 2013-2017 adalah sebesar 0.2876. Hal ini berarti bahwa beban operasi dalam perusahaan keluarga tidak terlalu tinggi dengan rata-rata hanya 28%. Beban operasi tertinggi dimiliki oleh Indoritel Makmur Internasional Tbk. sebesar 7.59974 di tahun 2014. Sedangkan, untuk beban operasi terendah dimiliki oleh Voksel Electric Tbk. sebesar 0.001216 yang di tahun 2014. Dengan standar deviasi sebesar 0.576008 yang berarti bahwa beban operasi perusahaan keluarga memiliki variasi data yang cukup banyak.

AER memiliki nilai mean atau rata-rata sebesar 0.185227 yang berarti bahwa rata-rata nilai rasio beban administrasi dan umum perusahaan keluarga periode tahun 2013-2017 hanya 18.5%. Rata-rata tersebut menunjukkan nilai yang tidak begitu besar. Beban administrasi tertinggi dimiliki oleh PT Indoritel Makmur Internasional Tbk. sebesar 7.058752 di tahun 2014. Beban administrasi terendah dimiliki oleh Fortune Indonesia Tbk. sebesar 0.002555 di tahun 2013. Dengan

standar deviasi 0.508004 yang berarti bahwa variasi nilai beban administrasi cukup besar yaitu hampir lebih dari 50%.

Arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan keluarga selama periode tahun 2013 hingga 2017 memiliki nilai rata-rata sebesar 0.018912, nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan keluarga memiliki kelebihan arus kas bebas yang kecil selama periode 2013-2017. Rata-rata ini menunjukkan bahwa tingkat arus kas bebas yang dimiliki perusahaan tidak begitu banyak. PT Indoritel Makmur Internasional Tbk. memiliki tingkat arus kas bebas tertinggi dengan nilai sebesar 4.278238 yang di tahun 2015. Sedangkan di tahun 2016 PT Indoritel Makmur Internasional Tbk. memiliki tingkat arus kas bebas terendah yaitu -5.098536. Tingkat arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan keluarga memiliki variasi yang cukup besar yaitu sebesar 54% yang tercermin dari nilai standar deviasi.

4.1.2 Uji Model

Regresi data panel memiliki 3 model regresi yaitu *common effect model*, *fixed effect model* dan *random effect model*. Untuk menentukan model regresi yang tepat dapat dilakukan beberapa uji, yaitu uji chow, uji hausman dan uji LM. Pada penelitian ini digunakan dua uji saja untuk menentukan model regresi yang sesuai untuk, yaitu uji Chow dan uji Hausman. Pengujian akan dilakukan dengan melakukan pengolahan data menggunakan *software e-views 9*.

1. Uji Chow

Hipotesis yang dibentuk dalam uji Chow adalah:

H_0 : *Common Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Penentuan pemilihan model dengan uji chow dilihat berdasarkan pada nilai probabilitas *cross-section F*. Apabila nilai probabilitas *Cross-section F* dari uji Chow memiliki tingkat signifikansi dibawah 0.05 maka H_0 ditolak, dan jika nilai probabilitas *cross-section F* dari uji chow yang dilakukan memiliki tingkat signifikansi diatas 0.05 maka H_1 yang ditolak. Hasil pengolahan data akan disajikan dalam tabel 4.2 yang berisi hasil uji Chow dari data yang digunakan dalam penelitian ini yang telah diolah dengan menggunakan *software Eviews 9*.

Tabel 4. 2 Uji Chow

Redundant Fixed Effect Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects test	Statistic	d.f.	Prob
Cross-section F			
Model 1 (Y=Biaya Keagenan)			
Model 1a	21.5991	(54,217)	0.0000
Model 1b	8.3762	(54,217)	0.0000
Model 1c	6.9559	(54,217)	0.0000
Model 2 (Y=ROA)	6.6134	(54,214)	0.0000
Cross-section chi-square			
Model 1 (Y=Biaya Keagenan)			
Model 1a	509.4006	54	0.0000
Model 1b	309.7493	54	0.0000
Model 1c	276.2798	54	0.0000
Model 2 (Y=ROA)	269.9474	54	0.0000

Sumber: data yang telah diolah, 2019

Tabel 4.2 menunjukkan hasil pengolahan data dengan *evIEWS* dan mendapatkan nilai probabilitas *Cross-Section F* dari model penelitian ini adalah 0.0000, sehingga H_0 ditolak. Maka model yang tepat untuk regresi data panel dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model (FEM)*.

2. Uji Hausman

Hipotesis yang dibentuk dalam uji Hausman adalah:

H_0 : *Random Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Apabila nilai probabilitas yang dihasilkan dari *cross-section random* uji Hausman kurang dari 5% (0.05), maka H_0 ditolak, dan sebaliknya. Dibawah ini merupakan hasil uji Hausman dari data yang digunakan dalam penelitian ini yang telah diolah dengan *software EvIEWS*.

Tabel 4. 3 Uji Hausman

Correlated Random Effects – Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob
Cross-section chi-square			
Model 1 (Y=Biaya Keagenan)			
Model 1a	96.9203	3	0.0000
Model 1b	38.5355	3	0.0000
Model 1c	43.7626	3	0.0000
Model 2 (Y=ROA)	67.6302	6	0.0000

Sumber: data yang telah diolah, 2019

Hasil nilai probabilitas *cross-section random* Uji Hausman ini adalah 0.0000 atau kurang dari 0.05 sehingga H_0 ditolak. Maka model data panel yang tepat dan sesuai untuk digunakan dalam penelitian ini berdasarkan pada uji Hausman adalah *Fixed Effect Model* (FEM).

Hasil dan simpulan pengujian model, disajikan dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 4. 4 Simpulan Pengujian Model

Tahapan	Pengujian Model	Probabilitas	Keputusan	Simpulan
1	Uji Chow	0.0000	Menggunakan <i>fixed effect model</i> (FEM)	Model yang tepat dan sesuai yang digunakan dalam regresi data panel penelitian ini adalah <i>Fixed Effect Model</i> (FEM)
2	Uji Hausman	0.0000	Menggunakan <i>fixed effect model</i> (FEM)	

Sumber: Data yang telah diolah, 2019

4.1.3 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan untuk menguji apakah model regresi benar-benar menunjukkan hubungan yang signifikan dan representatif. Penelitian ini menggunakan dua uji asumsi klasik pada regresi data panel, yaitu uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas.

A. Uji Multikolinearitas

Model regresi dikatakan mengalami multikolinearitas jika ada fungsi linear yang sempurna pada beberapa atau semua variabel independen sehingga hasilnya sulit didapatkan pengaruh antara variabel independen dan variabel dependen. Jika korelasi antar variabel independen bernilai > 0.85 maka dapat diindikasikan terjadi multikolinearitas.

Dibawah ini adalah hasil uji multikolinearitas dari data penelitian ini yang telah diolah dengan menggunakan *software Eviews*.

Tabel 4. 5 Uji Multikolinearitas

	TATO	OER	AER	AKB	SIZE	GROWTH
TATO	1					
OER	-0.061192	1				
AER	-0.202348	0.335778	1			
AKB	0.096002	-0.337196	-0.003988	1		
SIZE	-0.258142	0.100772	0.146608	-0.057278	1	
GROWTH	-0.035243	-0.021925	0.017799	0.041865	0.111670	1

Sumber: data yang telah diolah, 2019

Berdasarkan hasil dari pengolahan data, dapat diketahui bahwa tidak terjadi multikolinearitas. Hal ini dapat dilihat dari nilai korelasi antar variabel independen maupun variabel kontrol tidak lebih dari 0.85.

B. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan keadaan dimana terjadi ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi. Dalam mendeteksi ada tidaknya masalah heteroskedastisitas pada penelitian ini menggunakan Uji glejser dilakukan dengan meregresikan antara variabel independen dengan absolut residual. Model memenuhi persyaratan jika nilai probabilitas untuk masing-masing variabel bebas melebihi nilai alpha 0.05 maka tidak terjadi masalah heteroskedastisitas.

Berikut merupakan hasil uji heteroskedastisitas dengan uji glejser yang didapat dari pengolahan data dengan menggunakan *software eviews*.

Tabel 4. 6 Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.766158	1.009039	0.759295	0.448512
TATO	0.014957	0.019059	0.784767	0.433458
OER	0.049189	0.112073	0.438904	0.661174
AER	-0.052563	0.122519	-0.429020	0.668340
AKB	-0.000694	0.020124	-0.034497	0.972513
SIZE	-0.075935	0.103171	-0.736012	0.462529
GROWTH	-0.000696	0.006927	-0.100509	0.920035

Sumber: data yang telah diolah, 2019

Berdasarkan uji glejser *heterokedastisitas* dengan nilai dari probabilitas chi-square untuk setiap variabel independen lebih besar dari taraf signifikan alpha 0.05 yang berarti tidak ada masalah heteroskedastisitas.

4.1.4 Analisis Regresi Data Panel

Berdasarkan uji model yang telah dilakukan sebelumnya yaitu uji Chow dan uji Hausman maka diperoleh hasil bahwa model yang tepat dan sesuai dalam analisis regresi linier data panel pada penelitian ini adalah dengan menggunakan metode *Fixed Effect Model* (FEM). Hasil regresi data panel dengan menggunakan *Fixed Effect Model* tertera dalam tabel berikut ini:

Tabel berikut menunjukkan hasil regresi dari model yang pertama, yaitu pengaruh arus kas bebas terhadap biaya keagenan. Variabel dependen dalam model

ini adalah biaya keagenan yang diproksikan dengan TATO, OER dan AER. Dengan variabel independen yaitu arus kas bebas.

Tabel 4. 7 Hasil Regresi Data Panel untuk Variabel Dependen Biaya Keagenan

Variabel	Model 1a: TATO		Model 1b: OER		Model 1c: AER	
	Coefficient	Prob. t	Coefficient	Prob. t	Coefficient	Prob. T
C	15.4653	0.0000	0.0685	0.9592	0.0561	0.9645
AKB	0.0234	0.5924	0.1513	0.0007***	0.2146	0.0000***
Size	-1.5173	0.0000***	0.0234	0.8673	0.0138	0.9164
Growth	0.0838	0.0000***	-0.0362	0.0701*	-0.0350	0.0634*
R ²	0.8546		0.6858		0.6417	
P- Value	0.0000***		0.0000***		0.0000***	

Sumber: data yang telah diolah, 2019

Ket: *, ** dan *** = signifikan terhadap alpha 5%

Tabel berikut ini merupakan tabel hasil regresi untuk model kedua dengan variabel dependen kinerja keuangan dan variabel dependen biaya keagenan yang diproksikan oleh TATO, OER dan AER dan variabel arus kas bebas.

Tabel 4. 8 Hasil Regresi Data Panel untuk Variabel Dependen Kinerja Keuangan

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.223318	0.072061	-3.099009	0.002148
TATO	0.174606	0.013626	12.814085	0.000000
OER	0.138308	0.094030	1.470898	0.142492
AER	-0.145944	0.102686	-1.421261	0.156403
AKB	0.048573	0.015986	3.038363	0.002614
SIZE	0.009296	0.006945	1.338630	0.181826
GROWTH	0.002766	0.005819	0.475395	0.634893
R ²	0.743177			
P-Value	0.000000			

Sumber: data yang diolah, 2019

Perbandingan hasil pada setiap model disajikan dalam tabel berikut ini:

Tabel 4. 9 Perbandingan hasil setiap Model (BK dan AKB terhadap ROA)

Hasil	<i>Common Effect Model</i> (CEM)	<i>Fixed Effect Model</i> (FEM)	<i>Random Effect Model</i> (REM)
<i>R-squared</i>	0.314592	0.743177	0.361131
Prob (F-Statistik)	0.000000***	0.000000***	0.000000***
Prob (t statistic)			
TATO	0.000000***	0.000000***	0.000000***
OER	0.404300	0.046425*	0.142492
AER	0.601809	0.040692*	0.156403
AKB	0.001895**	0.002406**	0.002614**
SIZE	0.600566	0.000001***	0.181826
GROWTH	0.454471	0.041988*	0.634893

Sumber: Data yang telah diolah, 2019

Ket: *, ** dan ***= signifikan terhadap alpha 5%

4.1.5 Uji Hipotesis

4.1.5.1 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Besarnya nilai *R-squared* pada tabel 4.6 untuk model 1a dengan variabel dependen perputaran aset adalah 0.85, yang berarti bahwa variabel arus kas bebas dan variabel kontrol mampu menjelaskan variabel perputaran aset (TATO) sebesar 85%. *R-squared* model 1b adalah 0.69 yang berarti bahwa variabel arus kas bebas dan variabel kontrol mampu menjelaskan variabel beban operasi (OER) sebesar 69%. *R-squared* model 1c adalah 0.64 yang berarti bahwa variabel arus kas bebas dan variabel kontrol mampu menjelaskan variabel beban administrasi (AER) sebesar 64%

Besarnya nilai *R-squared* pada tabel 4.7 adalah 0.743177. Hal ini menjelaskan bahwa kemampuan variabel independen yaitu biaya keagenan dengan indikator TATO, OER, AER serta arus kas bebas dan variabel kontrol yaitu ukuran dan tingkat pertumbuhan adalah 74.31%. Sedangkan sisanya yaitu 25.69% dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen diluar model.

4.1.5.2 Uji Statistik t (*parsial*)

Uji statistik t merupakan suatu pengujian yang menjelaskan bagaimana pengaruh secara individu atau parsial dari setiap variabel independen dalam model penelitian. Pembuktian dari ada tidaknya pengaruh dari suatu variabel independen secara individu atau parsial dapat diketahui berdasarkan pada nilai probabilitas uji t-statistik dalam hasil olah data penelitian. Untuk melihat pengaruh positif atau negatif dari variabel independen terhadap dependen dapat dilihat berdasarkan tanda nilai t hitung yang dimiliki masing-masing variabel independen. Berdasarkan tabel 4.6 dan tabel 4.7, berikut ini merupakan simpulan dari uji t-statistik:

Tabel 4. 10 Simpulan Hubungan Model 1 Variabel Dependen Biaya Keagenan

Variabel	T hitung	T tabel	Probabilitas	Hubungan
Model 1a: Arus kas bebas terhadap TATO				
AKB	0.5360	1.9688	0.5924	Tidak signifikan
SIZE	-10.9174	1.9688	0.0000	Signifikan dan negative
GROWTH	4.2358	1.9688	0.0000	Signifikan dan positif

Tabel 4. 11 Simpulan Hubungan Model 1 Variabel Dependen Biaya Keagenan
(Lanjutan)

Variabel	T hitung	T tabel	Probabilitas	Hubungan
Model 1b: Arus kas bebas terhadap OER				
AKB	3.4406	1.9688	0.0007	Signifikan dan positif
SIZE	0.1672	1.9688	0.8673	Tidak Signifikan
GROWTH	-1.8202	1.9688	0.0701	Tidak Signifikan
Model 1c: Arus kas bebas terhadap AER				
AKB	5.1798	1.9688	0.0000	Signifikan dan positif
SIZE	0.1051	1.9688	0.9164	Tidak Signifikan
GROWTH	-1.8663	1.9688	0.0634	Tidak Signifikan

Tabel 4. 12 Simpulan Hubungan Model 2 Variabel Dependen Kinerja Keuangan

Variabel	T hitung	T tabel	Probabilitas	Hubungan
Biaya Keagenan				
TATO	13.6002	1.9688	0.0000	Signifikan dan negatif
OER	2.0031	1.9688	0.0464	
AER	-2.0591	1.9688	0.0243	
AKB	3.0715	1.9688	0.0024	Signifikan dan positif
SIZE	5.1744	1.9688	0.0000	Signifikan dan positif
GROWTH	2.0459	1.9688	0.0419	Signifikan dan positif

Sumber: Data yang telah diolah, 2019

4.1.5.3 Uji Statistik F

Uji statistik F merupakan suatu uji yang digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Apabila nilai F hitung > F kritis, maka H_0 ditolak H_a diterima. Hal ini menjelaskan bahwa variabel independen mampu mempengaruhi variabel dependen secara bersama-sama secara signifikan, dan sebaliknya.

Bila dengan membandingkan nilai probabilitas dengan derajat keyakinan 0.05 maka bila nilai probabilitas < 0.05, maka berarti variabel independen mampu mempengaruhi variabel dependen secara bersama-sama. Sebaliknya, jika probabilitas > 0.05 menjelaskan bahwa variabel independen tidak mampu mempengaruhi variabel dependen secara bersama-sama.

Berdasarkan tabel 4.6, nilai dari probabilitas F statistic adalah sebesar 0.0000. F statistik memiliki nilai probabilitas lebih kecil dari nilai alpha (0.05), artinya variabel independen mampu mempengaruhi variabel dependen secara bersama-

sama. Hal ini menunjukkan bahwa biaya keagenan dan arus kas bebas secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga.

4.2 Pembahasan

4.2.1 Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Biaya Keagenan

Berdasarkan hasil uji regresi data panel pada tabel 4.6, hasil oleh data menunjukkan bahwa secara statistik arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap biaya keagenan dengan proksi pengukuran TATO, OER dan AER. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Khidmat & Rehman (2014) dan Wang (2010) yang menyatakan bahwa peningkatan nilai arus kas bebas akan dapat menyebabkan peningkatan biaya keagenan suatu perusahaan.

Hasil olah data untuk hipotesis 1 model a menunjukkan bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap rasio perputaran aset (TATO) dalam perusahaan keluarga. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Khidmat & Rehman (2014) yang menyatakan bahwa ketika terdapat arus kas bebas yang tersedia pihak manajer cenderung akan berinvestasi lebih sedikit pada total aset dan akibatnya tidak terdapat peningkatan pada penjualan perusahaan. Hasil ini juga disebabkan karena terdapat beberapa perusahaan dengan arus kas bebas bernilai negatif. Oleh karena itu, arus kas bebas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap proksi perputaran total aset.

Proksi kedua dari biaya keagenan adalah rasio beban operasi. Berdasarkan tabel 4.7, arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap rasio beban operasi (OER). Hasil ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Khidmat & Rehman (2014) dan Lehn & Poulsen (1989) yang menyatakan bahwa ketika terdapat arus kas bebas yang berlebih dalam perusahaan, pihak manajemen akan cenderung melakukan investasi dengan jumlah yang besar sehingga akan meningkatkan nilai biaya operasional yang dikeluarkan oleh perusahaan. Pihak manajemen perusahaan keluarga di Indonesia akan cenderung menggunakan arus kas bebas yang tersedia untuk melakukan investasi sehingga akan meningkatkan biaya operasional perusahaan. Hal tersebut tercermin dari data dalam sampel penelitian ini yang menunjukkan perusahaan dengan tingkat arus kas bebas yang tinggi akan memiliki beban operasional yang lebih besar dibanding dengan perusahaan dengan tingkat arus kas bebas yang lebih rendah.

Proksi ketiga dari biaya keagenan adalah rasio beban administrasi yang juga berhubungan positif dengan arus kas bebas. Hasil ini menunjukkan bahwa besarnya beban administrasi akan menunjukkan adanya ketidakefisienan penggunaan sumber daya perusahaan sehingga terjadi peningkatan biaya yang tidak perlu dikeluarkan dan mengindikasikan besarnya biaya keagenan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil yang ditemukan oleh Piramita (2012) yang menyatakan bahwa peningkatan arus kas bebas akan meningkatkan biaya keagenan dalam bentuk perilaku manajemen dalam menggunakannya untuk kepentingan pribadi yang dibebankan kepada perusahaan. Indikasi tersebut dapat dilihat dari besarnya beban administrasi dalam suatu perusahaan. Hasil ini juga mampu mendukung hipotesis arus kas bebas yang dikemukakan oleh Jensen (1986) yang menyebutkan bahwa tingginya arus kas bebas akan memotivasi pihak manajemen untuk menggunakan sumber daya yang tersedia secara boros dan untuk kepentingan diri sendiri.

Berdasarkan hasil regresi arus kas bebas terhadap tiga proksi biaya keagenan yang digunakan dalam penelitian ini. Maka dapat disimpulkan bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap biaya keagenan. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan nilai arus kas bebas akan mampu memberikan motivasi kepada manajer untuk menggunakan sumber daya yang ada untuk kepentingan sendiri dengan membebankannya kepada perusahaan. Selain itu, pihak manajer akan cenderung menggunakan sumber daya tersebut dibanding membagikannya sebagai dividen, sehingga meningkatkan biaya keagenan yang disebabkan ketidakpercayaan pemegang saham terhadap para manajer. Hasil ini mendukung hipotesis arus kas bebas oleh Jensen (1986).

4.2.2 Pengaruh Biaya Keagenan terhadap Kinerja Keuangan

Berdasarkan hasil uji regresi data panel pada tabel 4.7, hasil olah data menunjukkan bahwa secara statistik biaya keagenan dengan menggunakan tiga proksi pengukuran (TATO, OER, AER) memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga yang diproksikan dengan rasio profitabilitas ROA.

Hasil dari ketiga proksi biaya keagenan adalah sebagai berikut, proksi TATO memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wang (2010) yang menemukan hasil bahwa proksi TATO memiliki pengaruh positif terhadap kinerja

keuangan perusahaan yang berarti nilai perputaran aset yang semakin tinggi menunjukkan penggunaan sumber daya yang efisien, sehingga mampu meningkatkan kinerja keuangan perusahaan keluarga. Perputaran aset merupakan rasio antara penjualan dibagi dengan total aset. Rasio ini digunakan untuk mengukur biaya keagenan karena menunjukkan penggunaan aset, yaitu mengukur kemampuan manajemen dalam menggunakan aset secara efisien pada investasi yang menguntungkan. Nilai perputaran aset yang rendah menunjukkan bahwa pihak manajemen kurang memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham dengan berinvestasi pada proyek-proyek yang memiliki nilai NPV yang negatif. Hal ini akan mengakibatkan peningkatan biaya keagenan karena pihak manajemen akan cenderung memilih proyek yang kurang menguntungkan. Oleh karena itu, pengaruh positif TATO terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga mengindikasikan adanya pengaruh negatif biaya keagenan terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga, karena TATO memiliki hubungan yang berlawanan arah dengan biaya keagenan.

Proksi beban operasi (OER) memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan dengan ROA. Hasil ini tidak sejalan dengan hasil penelitian dari Khidmat & Rehman (2014) dan Wang (2010) yang menyatakan bahwa beban operasi memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi (2017) dan Triatni & Muktiadji (2014) yang menyatakan bahwa biaya operasional memiliki pengaruh positif terhadap rasio profitabilitas. Menurut Herliana et al (2016), semakin rendahnya biaya operasi yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan berarti semakin tidak efisien perusahaan tersebut dalam mengendalikan biaya operasionalnya, dengan adanya ketidak efisiensinya biaya operasi tersebut maka keuntungan yang diperoleh perusahaan akan semakin menurun. Pihak manajemen tidak akan mengambil keuntungan dari aktivitas operasi karena biaya operasi merupakan semua biaya yang berhubungan langsung dengan kegiatan usaha. Beban operasi memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan sehingga dapat dilihat secara langsung hubungan antara beban operasi dengan kinerja keuangan. *Operating expense* merupakan rasio pengeluaran terhadap penjualan. Rasio ini digunakan untuk mengukur biaya keagenan karena

merepresentasikan besarnya beban operasional yang merupakan kebijakan manajer terkait dengan pengeluaran perusahaan untuk fungsi manajerial. Peningkatan beban pengeluaran akan menunjukkan adanya pemborosan di bagian operasional perusahaan. Peningkatan rasio ini akan meningkatkan biaya keagenan karena adanya keyakinan bahwa pihak manajer tidak menggunakan sumber daya perusahaan dengan baik. Berdasarkan hasil penelitian ini, didapatkan fakta yang berbeda yaitu peningkatan rasio pengeluaran menunjukkan adanya efisiensi dari penggunaan sumber daya karena mampu memberikan peningkatan keuntungan untuk perusahaan. Pengeruh positif yang terbentuk dalam hubungan rasio pengeluaran operasi dengan kinerja keuangan disebabkan oleh adanya keyakinan bahwa pihak manajer menggunakan sumber daya perusahaan dengan baik dan efisien sehingga mampu menghasilkan peningkatan keuntungan perusahaan. Oleh karena itu, rasio pengeluaran operasi memiliki hubungan berlawanan dengan biaya keagenan yang berarti ketika rasio beban operasi mengalami peningkatan maka biaya keagenan dalam perusahaan tidak terlalu tinggi.

Proksi beban administrasi (AER) memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga. Hasil ini juga sesuai dengan hasil penelitian dari Khidmat & Rehman (2014) dan Wang (2010) dan juga penelitian yang dilakukan Ang et al.(2000) dan Singh & Davidson (2003) yang menemukan hasil bahwa beban administrasi memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Rasio administrasi yang diukur dengan membandingkan beban administrasi dengan penjualan digunakan untuk mengukur biaya keagenan karena rasio ini merepresentasikan besarnya beban administrasi dan untum yang merupakan bagian dari kebijakan manajer dalam mengelola pengeluaran perusahaan. Peningkatan rasio ini akan mencerminkan bahwa pihak manajer kurang baik dalam mengelola sumber daya yang dimiliki perusahaan, sehingga akan menimbulkan adanya kecurigaan pihak pemegang saham bahwa pihak manajer cenderung menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi. Hal ini akan dapat meningkatkan biaya keagenan dalam perusahaan karena adanya ketidakpercayaan pada kebijakan manajer terkait dengan pengelolaan sumber daya perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa beban administrasi memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan

Kesimpulan dari hasil ketiga proksi biaya keagenan adalah biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga. Hasil ini sejalan dengan hasil dari penelitian Khidmat & Rehman (2014) dan Wang (2010) yang menyatakan hubungan antara biaya keagenan dan kinerja keuangan adalah negatif yang berarti jika biaya keagenan yang sem

akin membengkak akan menimbulkan penurunan terhadap kinerja keuangan perusahaan dan tidak memberikan keuntungan terhadap perusahaan.

Hasil penelitian yang mengindikasikan adanya pengaruh negatif biaya keagenan terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga dikarenakan perusahaan keluarga yang terdapat di Indonesia memiliki keyakinan yang berbeda terkait dengan biaya operasi. Pihak manajemen perusahaan keluarga di Indonesia cenderung menggunakan biaya operasi untuk menunjang aktivitas operasional agar mampu memberikan keuntungan yang maksimum pada perusahaan sehingga perusahaan mampu mencapai tujuannya. Oleh karena itu, jika beban operasi semakin tinggi maka kinerja keuangan perusahaan juga akan meningkat karena adanya peningkatan laba perusahaan dari penggunaan biaya operasi yang dikeluarkan. Hal tersebut juga terjadi dengan proksi perputaran total aset (TATO) yang memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga. Nilai TATO yang semakin tinggi mencerminkan adanya penggunaan sumber daya yang efektif dengan adanya tingkat perputaran yang cepat. Hal ini akan mampu meningkatkan kinerja keuangan karena mampu memberikan keuntungan pada perusahaan. Sedangkan, beban administrasi memiliki pengaruh negatif karena biaya yang dikeluarkan mencerminkan adanya pemborosan sumber daya untuk aktivitas yang tidak berhubungan langsung dengan aktivitas usaha perusahaan. Hubungan negatif terbentuk karena ketika perusahaan memiliki beban administrasi yang besar akan mampu menurunkan peningkatan laba yang ditarget oleh perusahaan sehingga menurunkan nilai kinerja keuangan perusahaan,

Ketiga proksi ini menjadi indikasi adanya biaya keagenan dalam suatu perusahaan. Proksi TATO dan OER mengindikasikan tingginya biaya keagenan dengan rendahnya nilai yang mereka miliki. Artinya, semakin rendah nilai TATO dan OER mencerminkan ketidak efisiensinya penggunaan sumber daya sehingga dapat mengindikasikan besarnya biaya keagenan yang terjadi dalam perusahaan.

Sedangkan, AER mengindikasikan tingginya biaya keagenan dengan semakin besarnya nilai beban administrasi yang dikeluarkan oleh perusahaan. Artinya, semakin besar beban administrasi yang dimiliki perusahaan mencerminkan adanya penggunaan sumber daya yang kurang efisien sehingga terindikasi adanya biaya keagenan yang tinggi. Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa hasil dari penelitian ini untuk hubungan biaya keagenan dan kinerja keuangan perusahaan keluarga adalah biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang dibentuk yaitu biaya keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga, sehingga hipotesis dua diterima.

4.2.3 Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kinerja Keuangan

Berdasarkan hasil uji regresi data panel pada tabel 4.7, dapat diketahui bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh yang positif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga yang diproksikan dengan rasio profitabilitas ROA. Hasil penelitian tidak mendukung hipotesis arus kas bebas yang menyatakan bahwa arus kas bebas dalam keadaan yang berlebihan akan memotivasi pihak manajemen untuk menggunakan dana perusahaan untuk kepentingan yang tidak butuh dan tidak menguntungkan untuk perusahaan dengan cara melakukan investasi pada proyek-proyek yang memiliki NPV negatif, sehingga arus kas bebas memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan Gregory & Matatko (2005) dan Wang (2010) yang mendapatkan hasil bahwa arus kas bebas dapat membuat perusahaan memiliki peluang investasi yang akan menghasilkan nilai lebih bagi perusahaan, sehingga arus kas bebas memiliki pengaruh yang positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa nilai arus kas yang besar dalam suatu perusahaan dapat memberikan keuntungan yang lebih bagi perusahaan, dengan adanya peluang investasi yang semakin besar untuk mendapatkan keuntungan yang lebih maksimal. Pengaruh positif yang dimiliki oleh arus kas bebas terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga disebabkan oleh sisa kas perusahaan yang tidak dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham oleh pihak manajemen. Namun, sisa kas tersebut digunakan oleh pihak manajemen

untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang memberi nilai lebih untuk perusahaan. Hal ini tercermin dari data dalam penelitian ini yang terdapat banyak perusahaan sampel yang tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham. Terdapat kemungkinan kas yang ditahan dan digunakan untuk investtasi tersebut akan menyebabkan kinerja perusahaan mengalami peningkatan karena adanya penambahan modal dan pendapatan sehingga perusahaan mampu melakukan inovasi terbaru untuk produk yang akan dipasarkan.

Menurut Jensen (1986), konflik kepentingan yang disebabkan oleh keberadaan arus kas bebas yang cukup besar akan berpengaruh pada kinerja keuangan perusahaan. Hal ini terjadi karena kinerja keuangan baik ketika pihak manajemen berhasil mengelola sumber daya keuangan perusahaan pada investasi yang meningkatkan nilai pemegang saham. Oleh karena itu, apabila arus kas bebas yang merupakan wewenang pihak manajemen tidak dapat memberikan nilai bagi pemegang saham, dan menghabiskannya pada perilaku *preguistiies* maka akan menurunkan kinerja keuangan. Kinerja keuangan pada penelitian ini diproksikan dengan rasio profitabilitas ROA yang melihat kinerja keuangan berdasarkan keuntungan yang didapat dari seluruh penggunaan asset, sehingga hal ini dapat menunjukkan bahwa kinerja keuangan semakin meningkat dengan adanya investasi yang dilakukan oleh pihak manajemen. Disisi lain manajemen menurut Jensen (1986), tingginya arus kas bebas perusahaan akan dapat membuat pihak manajemen memanfaatkan situasi ini untuk melakukan investasi untuk proyek dengan NPV negatif yang tidak menguntungkan perusahaan, sehingga menyebabkan nilai ROA menjadi rendah. Namun, hal ini tidak terjadi dalam penelitian karena berdasarkan data yang dijadikan sampel dalam penelitian ini perusahaan memiliki nilai ROA tinggi dengan tingkat arus kas bebas yang tinggi pula.

Penjelasan diatas tidak sesuai dengan hipotesis yang dibentuk yaitu arus kas bebas memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga. Sedangkan, hasil penelitian ini sebaliknya yaitu adanya hubungan positif sehingga hipotesis tiga ditolak.

4.2.4 Pengaruh Biaya Keagenan dan Arus Kas Bebas terhadap Kinerja

Keuangan

Hasil uji regresi pada tabel 4.7 menunjukkan adanya pengaruh secara simultan biaya keagenan dan arus kas bebas terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Khidmat & Rehman (2014) dan Wang (2010) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh biaya keagenan dan arus kas bebas secara simultan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Hasil ini diindikasikan dari adanya hubungan saling mempengaruhi dari biaya keagenan dan juga arus kas bebas. Tingkat arus kas bebas yang dimiliki perusahaan akan menjadi peluang untuk pihak manajemen perusahaan melakukan investasi yang menguntungkan. Bukan hanya itu, pihak manajemen juga dapat menggunakan arus kas bebas tersebut untuk kepentingan pribadi yang kurang menguntungkan untuk perusahaan. Oleh karena itu, tingginya arus kas bebas yang tersedia cenderung akan meningkatkan biaya keagenan jika pihak manajemen menggunakan arus kas tersebut untuk aktivitas yang hanya menguntungkan dirinya sendiri tanpa memberi peningkatan keuntungan untuk perusahaan dan juga pemegang saham. Namun, dalam penelitian ini didapatkan hasil bahwa tingkat arus kas bebas yang tinggi mampu memberikan keuntungan yang lebih tinggi pula untuk perusahaan. Hal ini terjadi karena pihak manajemen perusahaan cenderung menggunakan kelebihan arus kas bebas yang tersedia untuk kegiatan investasi yang menguntungkan bagi perusahaan dan meningkatkan nilai bagi pemegang saham. Penggunaan arus kas bebas untuk aktivitas yang menambah nilai untuk perusahaan juga mengurangi adanya biaya-biaya yang tidak menguntungkan sehingga perusahaan cenderung memiliki biaya keagenan yang kecil. Biaya keagenan ini tercermin dari nilai TATO dan OER yang tinggi sehingga mencerminkan penggunaan sumber daya yang tersedia dengan efektif dan efisien dengan hasil yang sesuai dengan apa yang dikeluarkan. Berdasarkan penjelasan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis keempat diterima. Artinya, terdapat pengaruh secara simultan biaya keagenan dan arus kas bebas terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga.

4.3 Implikasi Manajerial

Temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan dapat memberikan dampak positif dan juga negatif. Arus kas bebas akan berdampak positif ketika arus kas bebas yang tersedia digunakan untuk mendanai kegiatan investasi perusahaan yang mempunyai NPV positif sehingga memberikan pengembalian yang dapat meningkatkan laba perusahaan sehingga meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Selain itu, arus kas bebas juga dapat digunakan untuk membiayai fasilitas kantor dan fasilitas pribadi. Ketika arus kas bebas yang tersedia banyak digunakan untuk membiayai fasilitas pribadi, hal ini akan mampu meningkatkan biaya keagenan perusahaan dan berdampak pada penurunan peningkatan laba yang dimiliki perusahaan.

Berdasarkan sampel dalam penelitian ini, dapat dilihat bahwa perusahaan keluarga di Indonesia tidak begitu memiliki tingkat arus kas bebas yang tinggi. Hal ini tercermin dari rata-rata arus kas bebas yang hanya sebesar 1.8% saja dari total penjualan yang dimiliki perusahaan. Selain tingkat arus kas bebas yang rendah, kinerja keuangan perusahaan juga memiliki nilai ROA yang rendah dengan rata-rata hanya 4.4%. Akan tetapi, dengan kinerja keuangan dan tingkat arus kas bebas yang rendah, perusahaan keluarga memiliki perputaran aset yang cukup baik dengan rata-rata 93.9% , dengan beban yang tidak begitu tinggi pula yaitu beban operasi sebesar 28.76% dan beban administrasi sebesar 18.52% dari total penjualan perusahaan. Dengan karakteristik perusahaan keluarga seperti sampel penelitian ini, hasil temuan ini diharapkan dapat menjadi referensi perusahaan dalam menentukan kebijakan terkait dengan penggunaan arus kas bebas yang tersedia agar mampu memberikan keuntungan untuk perusahaan.

Perusahaan dengan tingkat arus kas bebas yang tidak terlalu tinggi seperti perusahaan keluarga dalam penelitian ini sebaiknya mengurangi pengeluaran yang berhubungan dengan biaya-biaya yang tidak diperlukan. Selain itu, perusahaan juga harus mengoptimalkan penggunaan dana yang tersedia untuk kegiatan-kegiatan yang mampu meningkatkan produktivitas operasional perusahaan dengan menambah fasilitas operasional dan juga melakukan investasi-investasi pada proyek yang dapat memberikan pengembalian yang menguntungkan.

Tabel 4. 13 Implikasi Manajerial

Hasil Temuan	No	Saran	Implikasi	Sasaran
Arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap Biaya Keagenan dan Kinerja Keuangan Perusahaan Keluarga	1	Optimalisasi penggunaan arus kas bebas yang tersedia	Menggunakan arus kas bebas yang tersedia untuk investasi, pengembangan produk, serta kegiatan lain yang mampu meningkatkan produktivitas perusahaan	Perusahaan Keluarga
			Mengurangi beban-benan yang kurang bermanfaat	
			Menambah investasi pada bagian aset perusahaan untuk menunjang kegiatan operasi.	
Biaya Keagenan memiliki pengaruh negatif terhadap Kinerja keuangan Perusahaan Keluarga	2	Meempertimbangkan kepentingan pemegang saham	Mengurangi beban yang tidak meningkatkan laba seperti beban administrasi	Perusahaan Keluarga
			Meningkatkan tingkat penjualn atau kegiatan operasi untuk meningkatkan pendapatan	
Biaya Keagenan dan Arus Kas Bebas memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga	3	Mempertimbangkan tingkat arus kas bebas	Memilih perusahaan dengan tingkat arus kas bebas yang cukup tinggi, untuk mendapatkan jaminan pengembalian modal yang lebih pasti	Investor
	4	Mempertimbangkan besarnya biaya keagenan perusahaan	Memilih perusahaan dengan biaya keagenan yang rendah, karena hal tersebut mencerminkan perusahaan mampu mengelola beban dengan baik.	

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini disimpulkan hasil dari penelitian secara menyeluruh yang dapat menggambarkan bagaimana pengaruh dari biaya keagenan dan arus kas bebas terhadap kinerja keuangan suatu perusahaan keluarga, sehingga dapat menjadi sebuah masukan yang dapat dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan oleh perusahaan,

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa analisis regresi data panel terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan objek penelitian perusahaan keluarga tahun 2013-2017 menunjukkan hasil sebagai berikut:

1. Arus kas bebas memiliki pengaruh signifikan positif terhadap biaya keagenan.
2. Biaya keagenan yang memiliki tiga proksi yaitu perputaran total aset (TATO), rasio beban operasi (OER), dan rasio beban administrasi (AER) memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga.
3. Arus kas bebas memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga.
4. Biaya keagenan dan arus kas bebas memiliki pengaruh signifikan secara simultan terhadap kinerja keuangan perusahaan keluarga.

Jadi, perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang lebih tinggi akan mengakibatkan tingginya biaya keagenan dan juga kinerja keuangan yang dimilikinya. Namun, biaya keagenan yang tinggi dalam perusahaan akan mampu mengurangi peningkatan laba perusahaan tersebut. Ketika perusahaan memiliki arus kas bebas yang tersedia dalam jumlah besar, perusahaan harus memperhatikan setiap pengeluaran sumber daya yang digunakan, sehingga kelebihan arus kas bebas dapat digunakan untuk meningkatkan laba perusahaan dengan menggunakan untuk aktivitas-aktivitas yang menguntungkan seperti menggunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang memiliki NPV positif.

5.2 Saran

Saran yang diberikan berdasarkan hasil penelitian sebagai bentuk rekomendasi bagi perusahaan dan saran bagi penelitian selanjutnya.

5.2.1 Saran bagi Perusahaan

Saran bagi perusahaan yaitu:

1. Mempercayakan pengelolaan perusahaan kepada pihak profesional agar perusahaan memiliki manajemen yang baik dan mampu mencapai tujuan serta memberikan kesejahteraan untuk pemilik dan juga pemegang saham.
2. Pihak manajemen perusahaan harus mampu menunjukkan keberhasilan wewenang yang dilakukan dengan memberikan peningkatan laba perusahaan sehingga mampu mengurangi ketidakpercayaan dari pemegang saham.
3. Menentukan sistem pengendalian arus kas bebas yang sesuai sehingga tetap bisa membagikan hak pemegang saham berupa dividen dengan tetap melakukan investasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan.
4. Pihak manajemen harus memperhatikan beban yang dikeluarkan perusahaan agar tidak meningkatkan biaya keagenan, sehingga tidak menyebabkan adanya penurunan kinerja perusahaan.

5.2.2 Saran bagi Investor

Saran untuk investor yaitu:

1. Mempertimbangkan tingkat arus kas bebas yang dimiliki suatu perusahaan dengan melihat arus kas operasi perusahaan. Perusahaan dengan tingkat arus kas bebas yang lebih tinggi akan mampu memberikan manfaat yang lebih tinggi dan juga akan lebih memberikan jaminan keuntungan yang lebih besar karena terdapat dana yang dapat digunakan sewaktu-waktu.
2. Mempertimbangkan besarnya biaya keagenan yang ada dengan melihat besarnya beban-beban yang dikeluarkan perusahaan agar investor mampu melihat bagaimana kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen, apakah hal itu menguntungkan untuk perusahaan atau sebaliknya.
3. Mempertimbangkan kinerja keuangan perusahaan setiap tahunnya. Perusahaan yang memiliki kinerja yang semakin baik setiap tahunnya akan lebih menjanjikan keuntungan yang lebih besar dan bersifat keberlangsungan.

5.2.3 Saran bagi Penelitian Selanjutnya

Saran untuk penelitian selanjutnya yaitu:

1. Menggunakan proksi lain yang dapat mengindikasi adanya biaya keagenan suatu perusahaan, seperti volatilitas pendapatan bersih operasi dan volatilitas pendapatan bersih, serta beban iklan dan R&D.
2. Menggunakan proksi lain yang dapat merepresentasikan kinerja perusahaan seperti ROE dan nilai perusahaan.
3. Melihat pengaruh kelompok industri dalam model penelitian agar hasil lebih representatif.
4. Menggunakan metode analisis yang lain sehingga dapat dilihat adanya keselarasan hasil untuk mengkonfirmasi penemuan dalam penelitian ini atau perbedaan hasil sebagai perbandingan.
5. Menggunakan objek penelitian selain perusahaan keluarga agar didapat hasil pada objek yang berbeda untuk mengkonfirmasi atau sebagai perbandingan dengan model yang sama.
6. Menggunakan periode sampel yang lebih panjang dalam penelitian agar mendapat hasil yang lebih baik.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu terkait dengan jumlah sampel penelitian. Dari 202 perusahaan keluarga berdasarkan definisi perusahaan keluarga yang digunakan dalam penelitian ini hanya sebanyak 55 perusahaan keluarga yang menyajikan laporan data secara lengkap dan jelas dari tahun 2013 hingga 2017. Kelengkapan laporan dan data perusahaan selama periode pengamatan karena penelitian ini menggunakan *balanced data panel* dengan data sekunder, dimana masing-masing perusahaan amatan harus memiliki data pada periode waktu yang sama. Oleh karena itu, perusahaan yang bisa dijadikan sampel penelitian adalah perusahaan keluarga yang memiliki laporan keuangan, laporan tahunan, dan data terkait variabel penelitian secara lengkap pada periode tahun 2013-2017. Jika jumlah perusahaan yang menjadi sampel amatan lebih banyak dengan periode waktu amatan yang lebih panjang, maka akan didapatkan hasil yang lebih representatif.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR PUSTAKA

- Abdulrahman, S. M. (2014). *The Relationship Between Agency Costs And Financial Performance Of Firms Listed In Nairobi Securities Exchange*. University of Nairobi.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage. *The Journal of Law and Economics*, 46(2), 653–684. <https://doi.org/10.1086/377115>
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14, 431–445. <https://doi.org/10.1016/j.jcorp>
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. U. H. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 55(1), 81–106. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- Arifin, Z., & Rachmawati, N. (2016). Pengaruh Corporate Governance terhadap Efektifitas Mekanisme Pengurang Masalah Agensi. *Jurnal Siasat Bisnis*, 11(3), 237–247. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol11.iss3.art4>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis: Dilengkapi Aplikasi SPSS dan EVIEWS*. Depok: PT. Rajagrafindo Persada.
- Brealey, R. A., Myers, S. c., & Marcus, A. J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance* (3th ed.). USA: Mc-Graw Hill.
- Brigham, F. E., & Joel, F. H. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (Edisi 10). Jakarta: Salemba Empat.
- 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. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200004\)21:4<455::AID-SMJ83>3.0.CO;2-P](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200004)21:4<455::AID-SMJ83>3.0.CO;2-P)
- Chang, S. C., Chen, S. S., Hsing, A., & Huang, C. W. (2007). Investment opportunities, free cash flow, and stock valuation effects of secured debt offerings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 28(2), 123–145. <https://doi.org/10.1007/s11156-006-0007-6>
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J. (2005). Fcf Agency Costs , Earnings Management

- , And Investor Monitoring. *Corporate Ownership of Contro*;, 2(4), 51–61.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Fianncial Economics*, 58(58), 81–112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Djatmiko, H. E. (2011). Siapa bilang bisnis keluarga jelek. *SWA Sembada.No 05/XXXVII/3*, pp. 44–45.
- Fosberg, H. R., & Resenberg, S. (2003). Agency Cost Control. *Journal of American Academy of Business Cambridge*, P. 299.
- Freund, S., Prezas, A. P., & Vasudevan, G. K. (2014). Operating Performance and Free Cash Flow of Asset Buyers. *Financial Management*, 32(4), 87–106.
- Ghozali, I. (2006). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gregory, A., & Matatko, J. (2005). The Long Run Abnormal Performance of UK Acquirers and the Free Cash Flow Hypothesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(No. 5), 777–814.
- Harahap, S. S. (2004). *Akuntansi Aktiva Tetap (Ketiga)*. Jakarta: PT. Raja Grafindo.
- Herliana, A. R., Budiardjo, D., & Komalasari, P. T. (2016). *Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kinerja Perusahaan Melalui Agency Cost Sebagai Variabel Antara Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. Universitas Airlangga Surabaya, Surabaya.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers. *Paper and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C. (1993). American Finance Association The Modern Industrial Revolution , Exit , and the Failure of Internal Control Systems President of the American Finance Association. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <https://doi.org/10.2307/1377977>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Fianncial Economics*, V. 3(No. 4), 305–360. <https://doi.org/https://doi.org/10.2139/ssrn.94043>
- Khidmat, W. Bin, & Rehman, M. U. (2014). The impact of free cash flows and

- agency costs on firm performance — An empirical analysis of KSE listed companies of Pakistan. *Journal of Financial Engineering*, 01(03), 1450027. <https://doi.org/10.1142/s2345768614500275>
- Kusuma, Y. B. (2018). Kelemahan Bisnis Keluarg. Retrieved July 24, 2019, from <https://binus.ac.id/malang/2018/08/kelemahan-bisnis-keluarga/>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *The Journal of Finance*, 44(3), 28–30. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2328782>
- Meryana, E. (2011, October 31). Bisnis Keluarga, Pilar Penting Perekonomian Asia. *Kompas.Com*. Retrieved from <https://ekonomi.kompas.com/read/2011/10/31/13565976/Bisnis.Keluarga..Pilar.Penting.Perekonomian.Asia>.
- Piramita, S. (2012). *Analisis Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Agency Cost Dan Kinerja Keuangan*. Universitas Indonesia.
- Poza, E. J. (2007). *Family Business* (2nd ed.). Western: Thomson South.
- Pratiwi, D. S. (2017). *Pengaruh Biaya Operasional terhadap Profitabilitas Perusahaan*. Universitas Islam Negeri “Sultan Maulana Hasanuddin” Banten.
- Price Waterhouse Cooper. (2014). *Survey Bisnis Keluarga 2014*. Jakarta. Retrieved from <https://www.pwc.com/id/en/publications/assets/indonesia-report-family-business-survey-2014.pdf>
- Quiry, P., Dallochio, M., Fur, Y. L., & Salvi, A. (2005). *Corporate Finance: Theory and Practice*. USA: John Wiley & Sons, Ltd.
- Rosdini, D. (2009). Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend Policy. *Working Paper in Accounting and Finance*, 6(2), 22–36. <https://doi.org/10.1149/1.3581024>
- Sari, R. A. (2012). Pengaruh Karakteristik Perusahaan, Disclosure, Terhadap Corporate Social Responsibility Manufaktur, Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Nominal*, 1(I), 124–140.
- Shyu, J. (2013). Ownership structure, capital structure, and performance of group

- affiliation: Evidence from Taiwanese group-affiliated firms. *Managerial Finance*, 39(4), 404–420.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1108/03074351311306210>
- Simanjuntak, A. (2010). Prinsip-Prinsip Manajemen Bisnis Keluarga (Family Business) Dikaitkan Dengan Kedudukan Mandiri Perseroan Terbatas (PT). *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 12(2), 113–120.
- Singh, M., & Davidson, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking and Finance*, 27(5), 793–816. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(01\)00260-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00260-6)
- Solomon, J. (2007). *Corporate governance and accountability*. Ltd. West Sussex, England: John Wiley & Sons, Ltd.
- Spanos, L. J., Tsipouri, L. J., & Xanthakis, M. D. (2008). Corporate governance rating of family firms at the Athens exchange market. *Managerial Finance*, 34(7), 465–478. <https://doi.org/10.1108/03074350810874424>
- Sudana, I. M. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik* (Edisi Kedu). Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Sudiyanto, B., & Puspitasari, E. (2010). Pengaruh Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Perusahaan sebagai Variabel Intervening (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Dinamika Keuangan Dan Perbankan*, 2(1), 1–22.
- Sulaiman, W. (2004). *Analisis regresi menggunakan SPSS: contoh kasus & pemecahannya*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Susanto, A. B., Wiajanarko, H., Susanto, P., & Mertosono, S. (2007). *The Jakarta Consulting Group on Family Business*. Jakarta.
- Susanto, A. B., Wijanarko, H., Susanto, P., & Mertosono, S. (2010). *The Jakarta Consulting Group on Family Business*. Jakarta.
- Szewczyk, S. H., Tsetsekos, G. P., & Zantout, Z. (1996). The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow. *Financial Management*, 25(1), 105–110.
<https://doi.org/10.2307/3665906>
- Triatni, R., & Muktiadji, N. (2014). Analisis Pengaruh Biaya Operasional dan Pendapatan terhadap Kinerja Keuangan. *Ilmiah*.

- Wahjono, S. I., Mariana, A., Maro'ah, S., & Widayat. (2018). *Pengantar Bisnis* (Petama). Jakarta: Prenadamedia Group. Retrieved from <https://books.google.co.id/books?id=nK5oDwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=id#v=onepage&q=perusahaan keluarga&f=false>
- Wang, G. Y. (2010). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal of Service Science and Management*, 03(04), 408–418. <https://doi.org/10.4236/jssm.2010.34047>
- Widarjono, A. (2009). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya* (Ketiga). Yogyakarta: Ekonisia.
- Zellweger, T. (2017). *Managing Family Business*. United Kingdom: Edward Elgar.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Perusahaan Keluarga (Sampel Penelitian)

No	Kode	Nama Perusahaan	Sektor
1	ABMM	ABM Investama Tbk	Trade, Services & Investment
2	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
3	ADRO	ADARO ENERGY Tbk	Mining
4	AKPI	Argha Karya Prima Ind. Tbk	Basic Industry And Chemicals
5	BCIP	Bumi Citra Permai Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
6	BRAM	Indo Kordsa Tbk	Miscellaneous Industry
7	BRNA	Berlina Tbk	Basic Industry And Chemicals
8	BSSR	Baramulti Suksessarana Tbk	Mining
9	BTEK	Bumi Teknokultura Unggul Tbk	Consumer Goods Industry
10	BYAN	Bayan Resources Tbk	Mining
11	CLPI	Colorpak Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
12	CTBN	Citra Tubindo Tbk	Basic Industry And Chemicals
13	CTTH	Citatah Tbk	Mining
14	DNET	PT Indoritel Makmur Internasional Tbk.	Trade, Services & Investment
15	DSSA	Dian Swastatika Sentosa Tbk	Mining
16	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk	Miscellaneous Industry
17	FORU	Fortune Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
18	FREN	Smartfren Telecom Tbk	Infrastructure, Utilities And Transportation
19	HDTX	Panasia Indo Resources Tbk	Miscellaneous Industry
20	HMSP	HM Sampoerna Tbk	Consumer Goods Industry
21	HRUM	Harum Energy Tbk	Mining
22	ICON	Island Concepts Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
23	IKAI	Intikeramik Alamasri Industri Tbk	Basic Industry And Chemicals
24	INDR	Indorama Synthetics Tbk	Miscellaneous Industry
25	KICI	Kedaung Indah Can Tbk	Consumer Goods Industry
26	KLBF	Kalbe Farma Tbk	Consumer Goods Industry
27	LPCK	Lippo Cikarang Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
28	LPKR	Lippo Karawaci Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
29	LPLI	Star Pacific Tbk	Trade, Services & Investment
30	LPPF	Matahari Department Store Tbk	Trade, Services & Investment
31	MAMI	Mas Murni Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
32	MDLN	Modernland Realty Ltd Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
33	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	Mining
34	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	Trade, Services & Investment
35	MSKY	MNC Sky Vision Tbk	Trade, Services & Investment

No	Kode	Nama Perusahaam	Sektor
36	MTDL	Metrodata Electronics Tbk	Trade, Services & Investment
37	MTSM	Metro Realty Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
38	MYRX	Hanson International Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
39	OCAP	ONIX CAPITAL Tbk	Trade, Services & Investment
40	PSAB	J RESOURCES ASIA PASIFIK Tbk	Mining
41	RAJA	Rukun Raharja Tbk	Infrastructure, Utilities And Transportation
42	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	Trade, Services & Investment
43	RANC	Supra Boga Lestari Tbk	Trade, Services & Investment
44	RUIS	Radiant Utama Interinsco Tbk	Trade, Services & Investment
45	SGRO	Sampoerna Agro Tbk	Agriculture
46	SILO	PT Siloam International Hospitals Tbk.	Trade, Services & Investment
47	TCID	Mandom Indonesia Tbk	Consumer Goods Industry
48	TELE	PT Tiphone Mobile Indonesia Tbk.	Trade, Services & Investment
49	TIRA	Tira Austenite Tbk	Trade, Services & Investment
50	TIRT	Tirta Mahakam Resources Tbk	Agriculture
51	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	Basic Industry And Chemicals
52	UNTR	United Tractors Tbk	Trade, Services & Investment
53	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Consumer Goods Industry
54	VOKS	Voksel Electric Tbk	Miscellaneous Industry
55	WEHA	PT WEHA Transportasi Indonesia Tbk	Infrastructure, Utilities And Transportation

Lampiran 2 Data Penelitian

No	Kode	Tahun	ROA	TATO	OER	AER	AKB	Size	Growth
1	ABMM	2013	(0.017000)	0.640507	0.945060	0.171601	0.150325	9.083908	(0.123963)
2	ABMM	2014	(0.103290)	0.638849	0.993135	0.194756	0.129380	9.054112	(0.068723)
3	ABMM	2015	(0.043038)	0.550161	0.962563	0.156828	0.153099	9.075477	(0.095402)
4	ABMM	2016	0.024054	1.988674	0.887724	0.104265	0.290040	8.472800	(0.097604)
5	ABMM	2017	0.008676	2.034685	0.890936	0.110116	0.203680	8.530813	0.169354
6	ACES	2013	0.202913	1.553218	0.355469	0.100908	0.046169	12.394262	0.205750
7	ACES	2014	0.188181	1.518475	0.340739	0.098122	0.002715	12.471051	0.166714
8	ACES	2015	0.178995	1.436840	0.333415	0.094640	0.074111	12.514222	0.045134
9	ACES	2016	0.189260	1.309014	0.332067	0.093318	0.080125	12.571837	0.040281
10	ACES	2017	0.176273	1.327202	0.334373	0.095583	0.046910	12.646290	0.203499
11	ADRO	2013	0.034047	0.487860	0.052688	0.039822	0.055666	6.828259	(0.117488)
12	ADRO	2014	0.028570	0.518477	0.062649	0.049074	0.196721	6.807120	0.012268
13	ADRO	2015	0.025342	0.450519	0.061210	0.049548	0.155449	6.775146	(0.192747)
14	ADRO	2016	0.052234	0.387019	0.059889	0.048941	0.162455	6.814398	(0.059690)
15	ADRO	2017	0.078724	0.478172	0.056363	0.044853	0.237710	6.833411	0.290818
16	AKPI	2013	0.016584	0.796806	0.063377	0.032878	0.008086	9.319640	0.102174
17	AKPI	2014	0.015563	0.873528	0.059208	0.029029	(0.014586)	9.347729	0.169532
18	AKPI	2015	0.009588	0.699746	0.054868	0.024848	0.187081	9.459866	0.037054
19	AKPI	2016	0.029035	0.782603	0.065358	0.031872	(0.027606)	9.417623	0.014747
20	AKPI	2017	0.004857	0.752136	0.054727	0.025994	0.185183	9.438594	0.008616
21	BCIP	2013	0.075633	0.416162	0.224025	0.207977	0.074361	11.635702	0.715387
22	BCIP	2014	0.051689	0.176983	0.508834	0.467439	0.595490	11.771095	(0.419151)
23	BCIP	2015	0.007963	0.120772	0.649249	0.600427	0.089279	11.827727	(0.222560)
24	BCIP	2016	0.062635	0.156167	0.396897	0.365308	(0.548083)	11.897153	0.517217
25	BCIP	2017	1.928357	6.809908	0.268022	0.256601	0.721802	10.443407	0.533934
26	BRAM	2013	0.023187	0.837423	0.055821	0.030657	0.171225	8.378449	0.149490
27	BRAM	2014	0.053279	0.673710	0.057523	0.031748	0.025813	8.488999	0.037714
28	BRAM	2015	0.043085	0.712275	0.056871	0.030518	0.134650	8.465137	0.000720
29	BRAM	2016	0.075321	0.744101	0.054794	0.027971	0.101114	8.471380	0.059810
30	BRAM	2017	0.080687	0.794075	0.055505	0.026586	0.184184	8.483564	0.097521
31	BRNA	2013	(0.010860)	0.854121	0.097560	0.065174	0.105065	9.051204	0.148167
32	BRNA	2014	0.042705	0.943598	0.084770	0.052176	0.089024	9.125184	0.309928
33	BRNA	2015	(0.003932)	0.702090	0.089678	0.059183	0.157371	9.260258	0.015500
34	BRNA	2016	0.006064	0.653445	0.085530	0.056328	0.205439	9.319875	0.067662
35	BRNA	2017	(0.090735)	0.666933	0.101544	0.066890	0.066093	9.293335	(0.039864)
36	BSSR	2013	0.029734	0.899102	0.275596	0.054581	(0.140306)	8.202054	0.313898

No	Kode	Tahun	ROA	TATO	OER	AER	AKB	Size	Growth
37	BSSR	2014	0.015225	1.298837	0.187108	0.050871	0.079315	8.223126	0.516415
38	BSSR	2015	0.151694	1.489675	0.191103	0.048486	0.065653	8.240243	0.193037
39	BSSR	2016	0.149533	1.322914	0.163631	0.028116	0.168223	8.263356	(0.063401)
40	BSSR	2017	0.394108	1.868178	0.146157	0.017412	0.045410	8.322503	0.618205
41	BTEK	2013	0.006223	0.127035	0.111143	0.084682	0.006699	11.568000	(0.244215)
42	BTEK	2014	(0.006347)	0.097928	0.254859	0.219991	0.016327	11.646449	(0.076507)
43	BTEK	2015	0.000549	0.099146	0.266607	0.243361	0.138679	11.694948	0.132057
44	BTEK	2016	(0.018625)	0.153306	0.049002	0.040505	(0.125456)	12.688394	14.231056
45	BTEK	2017	(0.008075)	0.167194	0.054321	0.046727	0.185517	12.724772	0.185877
46	BYAN	2013	(0.035242)	0.732369	0.098808	0.025033	(0.079868)	9.195010	(0.193560)
47	BYAN	2014	(0.162714)	0.712999	0.139001	0.046820	0.039590	9.065078	(0.278185)
48	BYAN	2015	(0.087219)	0.495822	0.210803	0.069665	0.073877	8.972134	(0.438573)
49	BYAN	2016	0.021845	0.673570	0.164107	0.046777	0.109035	8.916289	0.194570
50	BYAN	2017	0.380302	1.200900	0.099394	0.023801	0.173499	8.948810	0.921525
51	CLPI	2013	0.039024	1.457740	0.045771	0.009156	0.037764	7.690046	0.056223
52	CLPI	2014	0.113531	1.495508	0.059054	0.043043	0.000707	7.630428	(0.105683)
53	CLPI	2015	0.076539	1.201459	0.071147	0.052182	0.106639	7.595779	(0.258227)
54	CLPI	2016	0.111536	1.143616	0.070203	0.051836	0.074890	8.754012	12.702635
55	CLPI	2017	0.068281	1.008853	0.079375	0.062635	0.197433	8.769155	(0.086537)
56	CTBN	2013	0.139571	0.890639	0.145595	0.093957	(0.169420)	8.437990	0.215635
57	CTBN	2014	0.098203	0.797255	0.132456	0.113386	0.092993	8.415302	(0.150415)
58	CTBN	2015	0.035291	0.492701	0.178914	0.176770	0.000380	8.363010	(0.452109)
59	CTBN	2016	(0.005848)	0.616983	0.204674	0.193616	0.008168	8.203097	(0.133483)
60	CTBN	2017	(0.081060)	0.332425	0.340984	0.311877	0.174968	8.174499	(0.495546)
61	CTTH	2013	0.001481	0.736465	0.227569	0.082934	0.062172	11.514495	0.488377
62	CTTH	2014	0.002785	0.566142	0.319858	0.125401	0.024394	11.561419	(0.143559)
63	CTTH	2015	0.003219	0.364471	0.287703	0.113824	(0.103242)	11.782234	0.070417
64	CTTH	2016	0.033901	0.448303	0.268937	0.109200	(0.064162)	11.789554	0.250917
65	CTTH	2017	0.006736	0.332756	0.283142	0.108163	0.030520	11.845254	(0.156171)
66	DNET	2013	0.026819	0.001254	0.817953	0.810588	0.028211	12.856872	(0.307434)
67	DNET	2014	0.046248	0.000258	7.599574	7.058752	0.430203	12.873546	(0.786373)
68	DNET	2015	0.052332	0.001161	3.554625	3.305899	4.278238	12.899193	3.774502
69	DNET	2016	0.047759	0.002718	2.694232	1.888531	(5.098536)	12.920909	1.462143
70	DNET	2017	0.015669	0.005172	2.165162	1.209769	(3.868933)	13.037424	1.487811
71	DSSA	2013	(0.008462)	0.505290	0.159798	0.095786	(0.115763)	9.079518	(0.035618)
72	DSSA	2014	0.006692	0.460294	0.271261	0.091515	0.080276	9.114849	(0.011843)
73	DSSA	2015	(0.003860)	0.287795	0.290140	0.124783	0.046272	9.238922	(0.168005)

No	Kode	Tahun	ROA	TATO	OER	AER	AKB	Size	Growth
74	DSSA	2016	0.029015	0.318949	0.211498	0.100215	(0.000520)	9.348793	0.427279
75	DSSA	2017	0.046853	0.482918	0.167499	0.070214	0.026810	9.437274	0.856238
76	DVLA	2013	0.105706	0.925743	0.465851	0.099152	0.077183	9.075567	0.013155
77	DVLA	2014	0.065739	0.889290	0.441679	0.097572	0.049280	9.093856	0.001940
78	DVLA	2015	0.078396	0.949007	0.428296	0.101988	0.072291	9.138706	0.183251
79	DVLA	2016	0.099312	0.947753	0.412363	0.086676	0.104167	9.185079	0.111216
80	DVLA	2017	0.098879	0.960242	0.433926	0.089785	0.102262	9.215078	0.085638
81	FORU	2013	0.040154	1.546033	0.007065	0.002555	(0.052644)	11.420810	(0.151496)
82	FORU	2014	0.015134	1.544528	0.007640	0.003563	0.062531	11.417934	(0.007566)
83	FORU	2015	0.007302	1.522485	0.010179	0.006796	0.021609	11.452847	0.068243
84	FORU	2016	0.023744	1.373765	0.011777	0.007716	0.010645	11.411337	(0.179932)
85	FORU	2017	0.319281	1.671173	0.010733	0.007934	(0.016248)	11.254126	(0.152972)
86	FREN	2013	(0.159737)	0.153081	0.198994	0.032457	(0.255646)	13.200481	0.472780
87	FREN	2014	(0.077914)	0.166506	0.153475	0.031959	(0.353062)	13.249042	0.216379
88	FREN	2015	0.075602	0.146130	0.162180	0.035726	(0.128933)	13.316094	0.024149
89	FREN	2016	(0.086571)	0.159485	0.161965	0.040812	(0.602633)	13.358071	0.202142
90	FREN	2017	(0.125349)	0.193597	0.161715	0.037529	(0.467092)	13.382278	0.283476
91	HDTX	2013	(0.091921)	0.444499	0.043117	0.030475	0.000056	9.376345	(0.998772)
92	HDTX	2014	(0.024515)	0.278244	0.056264	0.038157	0.372200	9.625784	0.111715
93	HDTX	2015	(0.072905)	0.287297	0.098582	0.086688	(0.098291)	9.688275	0.192330
94	HDTX	2016	(0.082968)	0.347229	0.149181	0.141190	0.046046	9.676106	0.175211
95	HDTX	2017	(0.209921)	0.320529	0.218852	0.210798	0.246702	9.605853	(0.214766)
96	HMSP	2013	0.394769	2.737687	0.072923	0.013857	(0.040617)	7.437823	0.126063
97	HMSP	2014	0.358734	2.843141	0.082967	0.017341	0.011425	7.453022	0.075507
98	HMSP	2015	0.272642	2.343268	0.086633	0.019560	0.005608	7.579906	0.103844
99	HMSP	2016	0.300229	2.245837	0.082063	0.018198	(0.128432)	7.628474	0.071824
100	HMSP	2017	0.293700	2.296918	0.081788	0.018633	0.039011	7.634891	0.037970
101	HRUM	2013	0.103158	1.741662	0.127600	0.031815	(0.003767)	8.681803	(0.197662)
102	HRUM	2014	0.005916	1.075144	0.137833	0.049578	0.046391	8.647638	(0.429393)
103	HRUM	2015	(0.049906)	0.655001	0.181551	0.089618	0.090651	8.580530	(0.478003)
104	HRUM	2016	0.043496	0.525253	0.164551	0.091039	0.037110	8.616335	(0.129176)
105	HRUM	2017	0.121338	0.708684	0.122246	0.064745	0.195869	8.662232	0.499620
106	ICON	2013	0.049749	1.123599	0.237336	0.215783	0.090153	10.868719	(0.306466)
107	ICON	2014	0.043518	1.379274	0.188365	0.173748	0.045472	11.092544	1.055246
108	ICON	2015	0.015322	0.674579	0.239411	0.230038	(0.107337)	11.407429	0.009875
109	ICON	2016	0.009306	0.386750	0.262145	0.212737	0.195462	11.670730	0.051231
110	ICON	2017	0.036305	0.341441	0.307376	0.263494	(0.242559)	11.620782	(0.213066)

No	Kode	Tahun	ROA	TATO	OER	AER	AKB	Size	Growth
111	IKAI	2013	(0.090205)	0.438793	0.152646	0.094396	0.022793	8.683098	0.051287
112	IKAI	2014	(0.050444)	0.505878	0.113308	0.072406	(0.056315)	8.714788	0.240154
113	IKAI	2015	(0.279170)	0.362011	0.199549	0.149962	0.032229	8.591112	(0.461730)
114	IKAI	2016	(0.548466)	0.316089	0.375791	0.287597	(0.038542)	8.423293	(0.406708)
115	IKAI	2017	(0.189614)	0.057859	1.789342	1.338706	0.151197	8.361398	(0.841268)
116	INDR	2013	0.002225	1.032001	0.053270	0.018722	0.031784	8.866241	0.018015
117	INDR	2014	(0.000255)	0.987359	0.064937	0.018853	0.049575	8.892011	0.015233
118	INDR	2015	0.012559	0.847413	0.073755	0.032545	0.061019	8.905716	(0.114223)
119	INDR	2016	0.001727	0.820026	0.062547	0.022725	(0.043787)	8.926127	0.014248
120	INDR	2017	0.002823	0.972274	0.061512	0.019828	0.102787	8.903149	0.124561
121	KICI	2013	0.075481	1.007467	0.125709	0.106821	0.003347	10.992535	0.044758
122	KICI	2014	0.050107	1.026408	0.132216	0.114970	0.024360	11.001396	0.039802
123	KICI	2015	(0.097143)	0.685447	0.169727	0.152046	0.012757	11.126560	(0.109124)
124	KICI	2016	0.002596	0.710841	0.165068	0.145674	(0.044209)	11.145536	0.083363
125	KICI	2017	0.053185	0.759033	0.154963	0.136249	(0.000979)	11.174409	0.141199
126	KLBF	2013	0.174144	1.414233	0.312134	0.047776	0.033755	13.053657	0.173486
127	KLBF	2014	0.170643	1.396267	0.320694	0.051377	0.001654	13.094795	0.085389
128	KLBF	2015	0.150236	1.305996	0.323210	0.053278	0.080122	13.136607	0.029878
129	KLBF	2016	0.154399	1.272443	0.322057	0.054020	0.086669	13.182586	0.083118
130	KLBF	2017	0.147642	1.214602	0.315063	0.056554	0.064922	13.220533	0.041699
131	LPCK	2013	0.153241	0.344539	0.081955	0.035013	0.000000	6.585931	(0.999999)
132	LPCK	2014	0.192682	0.410653	0.078300	0.036251	0.010266	6.642514	0.357751
133	LPCK	2015	0.167068	0.387191	0.096599	0.035163	0.009985	6.738524	0.176144
134	LPCK	2016	0.095486	0.273281	0.124043	0.065171	0.164607	6.752291	(0.271465)
135	LPCK	2017	0.029765	0.121276	0.185328	0.067953	0.170022	7.092658	(0.028300)
136	LPKR	2013	0.050878	0.212976	0.230151	0.171128	0.179056	7.495549	0.082140
137	LPKR	2014	0.082944	0.307875	0.181823	0.133368	(0.355079)	7.578139	0.748375
138	LPKR	2015	0.024781	0.215604	0.268355	0.196697	0.037515	7.616229	(0.235509)
139	LPKR	2016	0.026914	0.240385	0.273022	0.222941	(0.362301)	7.659000	0.230329
140	LPKR	2017	0.015095	0.194887	0.283752	0.225692	(0.045197)	7.754135	0.009274
141	LPLI	2013	0.149416	0.050538	1.200476	0.828845	(0.969647)	6.271998	0.017215
142	LPLI	2014	0.211505	0.037589	1.311340	0.919865	(0.739126)	6.396577	(0.009107)
143	LPLI	2015	(0.125691)	0.040136	1.308325	0.847418	(1.030807)	6.387950	0.046755
144	LPLI	2016	(0.101066)	0.040878	1.167175	0.940159	(0.863694)	6.323822	(0.121335)
145	LPLI	2017	(0.208978)	0.054978	1.163195	0.889490	(0.421827)	6.217369	0.052553
146	LPPF	2013	0.391626	2.299829	0.291083	0.126696	0.284814	6.467886	0.202494
147	LPPF	2014	0.415803	2.322196	0.347848	0.158758	0.247387	6.533130	0.173403

No	Kode	Tahun	ROA	TATO	OER	AER	AKB	Size	Growth
148	LPPF	2015	0.457893	2.315860	0.345421	0.154309	0.178441	6.589863	0.136438
149	LPPF	2016	0.415673	2.036899	0.348140	0.145240	0.155167	6.686536	0.098830
150	LPPF	2017	0.351378	1.846909	0.361381	0.141643	0.129792	6.734594	0.012824
151	MAMI	2013	0.003481	0.108397	0.188731	0.080681	0.231082	11.869318	0.083881
152	MAMI	2014	0.004737	0.108347	0.138558	0.089525	(0.281488)	11.882252	0.029757
153	MAMI	2015	0.002700	0.098397	0.141804	0.077706	0.388479	11.900047	(0.053848)
154	MAMI	2016	0.023221	0.104429	0.358275	0.322596	0.247174	11.918668	0.107791
155	MAMI	2017	0.024613	0.127420	0.305539	0.254436	0.218340	11.946359	0.300495
156	MDLN	2013	0.254118	0.180294	0.184585	0.150362	(0.061979)	12.984429	0.717932
157	MDLN	2014	0.068181	0.263053	0.146529	0.121988	(0.176433)	13.015324	0.566599
158	MDLN	2015	0.068007	0.221885	0.146779	0.120280	0.031392	13.108668	0.045753
159	MDLN	2016	0.034480	0.162346	0.158573	0.125236	0.085641	13.162568	(0.171652)
160	MDLN	2017	0.042109	0.211188	0.178687	0.147306	0.289906	13.164343	0.306181
161	MEDC	2013	0.006311	0.351130	0.223376	0.136662	0.206197	9.403409	(0.017067)
162	MEDC	2014	0.003314	0.281408	0.248713	0.153540	0.290658	9.426147	(0.155484)
163	MEDC	2015	(0.063981)	0.215986	0.311958	0.188916	0.210774	9.463864	(0.162843)
164	MEDC	2016	0.064437	0.164030	0.332352	0.163599	0.170712	9.555956	(0.061167)
165	MEDC	2017	0.030160	0.179361	0.315549	0.163555	0.025795	9.712716	0.568788
166	MPPA	2013	0.067620	1.810583	0.125929	0.105690	0.032004	6.818194	0.096116
167	MPPA	2014	0.094963	2.329510	0.125641	0.120355	0.008335	6.765968	0.140827
168	MPPA	2015	0.029074	2.212964	0.148904	0.130993	(0.037523)	6.798941	0.024904
169	MPPA	2016	0.005742	2.018481	0.156989	0.145286	(0.026730)	6.826187	(0.028828)
170	MPPA	2017	(0.229114)	2.314841	0.203112	0.164140	0.032730	6.734565	(0.071303)
171	MSKY	2013	(0.008204)	0.508742	0.051409	0.024445	0.222644	6.773496	0.261662
172	MSKY	2014	(0.032375)	0.558226	0.044288	0.023847	0.320034	6.768958	0.085863
173	MSKY	2015	(0.125364)	0.492470	0.042136	0.024901	0.242472	6.817492	(0.013485)
174	MSKY	2016	(0.036915)	0.560947	0.048765	0.037728	0.264639	6.728234	(0.072565)
175	MSKY	2017	(0.058483)	0.536783	0.049201	0.025541	0.379541	6.694376	(0.114846)
176	MTDL	2013	0.074110	3.189086	0.030668	0.027475	0.027373	6.361159	0.416066
177	MTDL	2014	0.097704	3.088502	0.026323	0.023848	(0.001084)	6.436830	0.152794
178	MTDL	2015	0.093413	2.848449	0.024300	0.021897	0.030375	6.543654	0.179465
179	MTDL	2016	0.083301	2.592389	0.026296	0.023773	(0.026945)	6.588386	0.008844
180	MTDL	2017	0.087621	2.532620	0.026550	0.023960	0.066841	6.630542	0.076530
181	MTSM	2013	(0.021165)	0.398415	0.152850	0.151502	0.382726	10.991801	0.693792
182	MTSM	2014	(0.012249)	0.227067	0.303849	0.298543	0.159199	10.965619	(0.463417)
183	MTSM	2015	(0.053058)	0.335567	0.261226	0.258160	(0.242631)	10.945334	0.410390
184	MTSM	2016	(0.027941)	0.293111	0.237714	0.232656	0.109343	10.927585	(0.161498)

No	Kode	Tahun	ROA	TATO	OER	AER	AKB	Size	Growth
185	MTSM	2017	(0.059861)	0.306218	0.251484	0.246441	(0.120398)	10.904363	(0.009676)
186	MYRX	2013	0.000046	0.031860	0.103805	0.097782	(0.373757)	12.727205	0.441393
187	MYRX	2014	0.000183	0.042142	1.542049	1.534034	(0.138243)	12.757656	0.418793
188	MYRX	2015	0.001746	0.009864	0.818384	0.576646	(0.822759)	12.919020	(0.660620)
189	MYRX	2016	0.008089	0.087991	0.164671	0.119060	1.266587	12.924810	8.040393
190	MYRX	2017	(0.008515)	0.088441	0.194913	0.102451	0.762883	13.000355	0.196087
191	OCAP	2013	(0.213213)	0.048471	0.478658	0.146263	(0.271066)	11.141778	0.044903
192	OCAP	2014	(1.708397)	0.647819	0.495884	0.245274	(1.698843)	10.113196	0.251379
193	OCAP	2015	(0.290359)	0.169541	0.234995	0.114865	(0.823491)	11.071163	1.375683
194	OCAP	2016	(0.122931)	0.118632	0.399368	0.155135	0.878030	10.934558	(0.489116)
195	OCAP	2017	(0.429417)	0.149507	0.326889	0.137956	(2.305024)	10.852291	0.042779
196	PSAB	2013	(0.032682)	0.096676	0.607448	0.408468	0.257878	8.906053	(0.549487)
197	PSAB	2014	0.030206	0.327033	0.215308	0.157058	(0.128488)	8.932836	2.597942
198	PSAB	2015	0.037703	0.345526	0.234304	0.166463	0.384067	8.918783	0.022906
199	PSAB	2016	0.026052	0.275669	0.293960	0.232095	0.398090	8.930918	(0.179567)
200	PSAB	2017	0.017257	0.238161	0.311763	0.274393	0.392180	8.964377	(0.066870)
201	RAJA	2013	0.058774	1.076402	0.094632	0.091472	(0.016889)	8.105333	0.181763
202	RAJA	2014	0.066970	1.501448	0.066420	0.064504	(0.017957)	8.118213	0.436864
203	RAJA	2015	0.060978	1.278806	0.077174	0.073037	0.168373	8.180037	(0.017985)
204	RAJA	2016	0.053205	1.287072	0.075354	0.067394	(0.029920)	8.162040	(0.034392)
205	RAJA	2017	0.091654	0.989322	0.171853	0.151702	0.057151	8.177530	(0.203428)
206	RALS	2013	0.089193	1.372329	0.289827	0.222714	0.107226	6.641331	0.054232
207	RALS	2014	0.077895	1.283716	0.299171	0.231036	0.102916	6.659529	(0.024542)
208	RALS	2015	0.073456	1.209425	0.318539	0.248918	0.121073	6.660382	(0.056019)
209	RALS	2016	0.087901	1.260389	0.315024	0.245332	0.084326	6.667174	0.058564
210	RALS	2017	0.083113	1.149390	0.330078	0.262592	0.094347	6.689480	(0.040005)
211	RANC	2013	0.046723	1.829964	0.239808	0.101381	0.029446	11.852528	0.210011
212	RANC	2014	0.012090	2.104425	0.256724	0.119667	0.035307	11.893450	0.263610
213	RANC	2015	(0.028038)	2.657965	0.252655	0.108952	0.060855	11.857778	0.163439
214	RANC	2016	0.054842	2.861721	0.237449	0.099747	0.032169	11.858079	0.077404
215	RANC	2017	0.046871	2.723282	0.244225	0.099917	0.047607	11.905267	0.060849
216	RUIS	2013	0.024134	1.463055	0.068476	0.067374	0.045073	12.089178	0.121098
217	RUIS	2014	0.044257	1.447499	0.081691	0.080314	0.050182	12.102596	0.020410
218	RUIS	2015	0.037812	1.463943	0.089532	0.088548	0.031075	12.038125	(0.128163)
219	RUIS	2016	0.026626	1.343673	0.097299	0.096401	0.148878	11.990841	(0.176836)
220	RUIS	2017	0.021809	1.172806	0.106208	0.105110	0.116881	11.981976	(0.144801)
221	SGRO	2013	0.026676	0.567450	0.116515	0.080330	0.062494	9.654432	(0.142497)

No	Kode	Tahun	ROA	TATO	OER	AER	AKB	Size	Growth
222	SGRO	2014	0.064004	0.592878	0.100681	0.072355	0.114138	9.737899	0.266206
223	SGRO	2015	0.035079	0.411183	0.122155	0.088105	0.262200	9.863006	0.074924)
224	SGRO	2016	0.055155	0.350031	0.123722	0.092691	0.080539	9.920566	(0.028080)
225	SGRO	2017	0.036140	0.431319	0.091670	0.069866	0.170167	9.923487	0.240550
226	SILO	2013	0.019299	0.962636	0.232771	0.222486	0.113534	6.415103	0.400159
227	SILO	2014	0.024237	1.173768	0.230956	0.222796	0.075671	6.454267	0.334396
228	SILO	2015	0.020663	1.387724	0.232939	0.221671	0.085371	6.475129	0.240459
229	SILO	2016	0.023413	1.225983	0.238094	0.224933	0.060117	6.624869	0.247156
230	SILO	2017	0.013628	0.769853	0.231555	0.218788	0.046410	6.880600	0.131501
231	TCID	2013	0.109245	1.383332	0.271821	0.099423	0.095133	12.166120	0.095479
232	TCID	2014	0.094345	1.238519	0.277610	0.066184	0.088520	12.270371	0.138224
233	TCID	2015	0.261503	1.111807	0.284779	0.074409	0.021320	12.318501	0.002897
234	TCID	2016	0.074166	1.156366	0.295865	0.075388	0.018356	12.339472	0.091532
235	TCID	2017	0.075843	1.145900	0.288818	0.078580	0.071933	12.373244	0.071086
236	TELE	2013	0.085348	3.034326	0.018261	0.015478	0.015462	6.538491	0.279471
237	TELE	2014	0.061964	2.907540	0.020803	0.017998	(0.067913)	6.700520	0.391532
238	TELE	2015	0.051994	3.091674	0.020373	0.017645	(0.066406)	6.853011	0.510633
239	TELE	2016	0.057072	3.324219	0.026225	0.020858	(0.041866)	6.914633	0.239132
240	TELE	2017	0.047791	3.190283	0.026554	0.020955	(0.031460)	6.941998	0.022126
241	TIRA	2013	(0.054302)	1.106150	0.341021	0.293911	(0.070645)	11.369597	(0.069910)
242	TIRA	2014	0.006614	1.209107	0.305543	0.261037	0.019320	11.363899	0.078830
243	TIRA	2015	0.005447	1.171230	0.307304	0.256538	0.051352	11.336018	(0.091560)
244	TIRA	2016	0.003372	0.787267	0.316214	0.270596	0.101924	11.518084	0.022225
245	TIRA	2017	(0.031499)	0.711819	0.347034	0.298968	(0.102327)	11.533708	(0.062717)
246	TIRT	2013	(0.190712)	1.024424	0.126512	0.050334	0.019232	11.859245	0.136562
247	TIRT	2014	0.027378	1.067356	0.109841	0.031404	(0.027761)	11.882620	0.099525
248	TIRT	2015	(0.001208)	1.190216	0.116995	0.035102	0.090028	11.855211	0.046906
249	TIRT	2016	0.035525	1.033740	0.122923	0.040813	0.018959	11.911689	(0.010848)
250	TIRT	2017	0.001165	0.925884	0.124439	0.047921	0.002535	11.934144	(0.056806)
251	TKIM	2013	0.010369	0.469242	0.096821	0.040120	0.109182	6.415801	(0.075123)
252	TKIM	2014	0.007574	0.440728	0.097604	0.034057	(0.061213)	6.433108	(0.022580)
253	TKIM	2015	0.000541	0.395895	0.091850	0.035646	0.154222	6.428762	(0.110670)
254	TKIM	2016	0.003072	0.400156	0.099506	0.054423	0.332937	6.396423	(0.061767)
255	TKIM	2017	0.010582	0.392005	0.082103	0.043504	0.150646	6.411767	0.014859
256	UNTR	2013	0.083657	0.889302	0.054412	0.039101	0.068674	7.758626	(0.088314)
257	UNTR	2014	0.080124	0.881191	0.060500	0.048284	0.196920	7.780366	0.041742
258	UNTR	2015	0.045247	0.799598	0.063143	0.051837	0.138668	7.790394	(0.071399)

No	Kode	Tahun	ROA	TATO	OER	AER	AKB	Size	Growth
259	UNTR	2016	0.079768	0.711648	0.064881	0.050965	0.183413	7.806120	(0.077172)
260	UNTR	2017	0.093279	0.784799	0.057736	0.041800	0.171505	7.915200	0.417661
261	UNVR	2013	0.401000	2.304240	0.281452	0.065964	0.023948	7.125422	0.126512
262	UNVR	2014	0.415017	2.416661	0.265902	0.076997	0.038467	7.154749	0.122055
263	UNVR	2015	0.372017	2.319400	0.293418	0.094998	0.038712	7.196727	0.057155
264	UNVR	2016	0.381631	2.391882	0.293416	0.098888	0.019371	7.223903	0.097843
265	UNVR	2017	0.370486	2.179393	0.284308	0.094052	0.020998	7.276609	0.028731
266	VOKS	2013	0.019988	1.283761	0.001216	0.027544	0.026229	12.291331	0.010726
267	VOKS	2014	(0.055567)	1.285882	0.065332	0.033442	0.106340	12.192557	(0.202111)
268	VOKS	2015	0.000180	1.040027	0.082459	0.046802	(0.036239)	12.186460	(0.202469)
269	VOKS	2016	0.095939	1.212288	0.085973	0.046487	0.010048	12.222251	0.265760
270	VOKS	2017	0.078764	1.070208	0.088246	0.045526	0.096053	12.324317	0.116679
271	WEHA	2013	0.003434	0.459435	0.250514	0.228725	0.262843	11.712237	0.177159
272	WEHA	2014	0.007359	0.502386	0.257667	0.236630	0.112116	11.678799	0.012453
273	WEHA	2015	(0.108943)	0.460341	0.361642	0.328661	0.230558	11.554885	(0.311144)
274	WEHA	2016	(0.080336)	0.451906	0.320144	0.296259	0.120421	11.484239	(0.165700)
275	WEHA	2017	0.168080	0.460962	0.312574	0.278720	0.352572	11.477126	0.003470

Lampiran 3 Hail Uji Regresi Model 1a (Arus kas bebas terhadap TATO)

Dependent Variable: TATO

Method: Panel Least Squares

Date: 07/10/19 Time: 11:20

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 55

Total panel (balanced) observations: 275

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.465387	1.330980	11.619548	0.000000
AKB	0.023473	0.043788	0.536054	0.592470
SIZE	-1.517380	0.138987	-10.917437	0.000000
GROWTH	0.083873	0.019801	4.235863	0.000034
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.854643	Mean dependent var		0.939426
Adjusted R-squared	0.816461	S.D. dependent var		0.843024
S.E. of regression	0.361163	Akaike info criterion		0.985972
Sum squared resid	28.305268	Schwarz criterion		1.748782
Log likelihood	-77.571161	Hannan-Quinn criter.		1.292110
F-statistic	22.383721	Durbin-Watson stat		1.390807
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 4 Hasil Uji Regresi Model 1b (Arus kas bebas terhadap OER)

Dependent Variable: OER

Method: Panel Least Squares

Date: 07/10/19 Time: 11:29

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 55

Total panel (balanced) observations: 275

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.068475	1.336936	0.051218	0.9592
AKB	0.151331	0.043984	3.440628	0.0007
SIZE	0.023353	0.139609	0.167274	0.8673
GROWTH	-0.036204	0.019889	-1.820269	0.0701

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.6858	Mean dependent var	0.287600
Adjusted R-squared	0.6033	S.D. dependent var	0.576008
S.E. of regression	0.3628	Akaike info criterion	0.994901
Sum squared resid	28.5591	Schwarz criterion	1.757711
Log likelihood	-78.7989	Hannan-Quinn criter.	1.301039
F-statistic	8.3114	Durbin-Watson stat	3.146946
Prob(F-statistic)	0.0000		

Lampiran 5 Hasil Uji Regresi Model 1c (Arus kas bebas terhadap AER)

Dependent Variable: AER
 Method: Panel Least Squares
 Date: 07/10/19 Time: 11:31
 Sample: 2013 2017
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 55
 Total panel (balanced) observations: 275

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0561	1.2592	0.0445	0.9645
AKB	0.2146	0.0414	5.1798	0.0000
SIZE	0.0138	0.1315	0.1051	0.9164
GROWTH	-0.0350	0.0187	-1.8663	0.0634

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.6417	Mean dependent var	0.185227
Adjusted R-squared	0.5476	S.D. dependent var	0.508004
S.E. of regression	0.3417	Akaike info criterion	0.875117
Sum squared resid	25.3351	Schwarz criterion	1.637927
Log likelihood	-62.3285	Hannan-Quinn criter.	1.181254
F-statistic	6.8184	Durbin-Watson stat	3.187753
Prob(F-statistic)	0.0000		

Lampiran 6 Hasil Regresi Data Panel *Fixed Effect Model* (FEM)

Dependent Variable: ROA

Method: Panel Least Squares

Date: 06/24/19 Time: 21:48

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 55

Total panel (balanced) observations: 275

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.984785	0.539048	-5.537145	0.000000
TATO	0.294100	0.021625	13.600288	0.000000
OER	0.309081	0.154299	2.003133	0.046425
AER	-0.337353	0.163832	-2.059137	0.040692
AKB	0.057417	0.018693	3.071548	0.002406
SIZE	0.284602	0.055001	5.174444	0.000001
GROWTH	0.013455	0.006576	2.045914	0.041988
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.743177	Mean dependent var		0.044058
Adjusted R-squared	0.671171	S.D. dependent var		0.200012
S.E. of regression	0.114694	Akaike info criterion		-1.300252
Sum squared resid	2.815121	Schwarz criterion		-0.497987
Log likelihood	239.784700	Hannan-Quinn criter.		-0.978280
F-statistic	10.320990	Durbin-Watson stat		2.216369
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 7 Hasil Regresi Data Panel *Common Effect Model* (CEM)

Dependent Variable: ROA
Method: Panel Least Squares
Date: 07/01/19 Time: 13:50
Sample: 2013 2017
Periods included: 5
Cross-sections included: 55
Total panel (balanced) observations: 275

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.111886	0.051049	-2.191727	0.029260
TATO	0.127051	0.012675	10.023991	0.000000
OER	0.064126	0.076777	0.835227	0.404334
AER	-0.045391	0.086885	-0.522420	0.601809
AKB	0.062313	0.019861	3.137400	0.001895
SIZE	0.002519	0.004806	0.524209	0.600566
GROWTH	0.005869	0.007835	0.749072	0.454471
R-squared	0.314592	Mean dependent var		0.044058
Adjusted R-squared	0.299248	S.D. dependent var		0.200012
S.E. of regression	0.167432	Akaike info criterion		-0.711353
Sum squared resid	7.512980	Schwarz criterion		-0.619289
Log likelihood	104.811003	Hannan-Quinn criter.		-0.674405
F-statistic	20.501375	Durbin-Watson stat		1.133211
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 8 Hasil Regresi Data Panel Random Effect Model

Dependent Variable: ROA

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 07/01/19 Time: 18:42

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 55

Total panel (balanced) observations: 275

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.223318	0.072061	-3.099009	0.002148
TATO	0.174606	0.013626	12.814085	0.000000
OER	0.138308	0.094030	1.470898	0.142492
AER	-0.145944	0.102686	-1.421261	0.156403
AKB	0.048573	0.015986	3.038363	0.002614
SIZE	0.009296	0.006945	1.338630	0.181826
GROWTH	0.002766	0.005819	0.475395	0.634893

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.09747021	0.419349
Idiosyncratic random	0.11469425	0.580651

Weighted Statistics

R-squared	0.361131	Mean dependent var	0.02051741
Adjusted R-squared	0.346828	S.D. dependent var	0.15738882
S.E. of regression	0.127200	Sum squared resid	4.33620959
F-statistic	25.248530	Durbin-Watson stat	1.8322043
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.265841033	Mean dependent var	0.04405764
Sum squared resid	8.04736061	Durbin-Watson stat	0.98725809

BIODATA PENULIS



Siti Mariyati lahir di Banyuwangi, 24 September 1997. Penulis menyelesaikan pendidikan formal di SDN 4 Rogojampi, SMP Negeri 2 Rogojampi, dan SMA Negeri 1 Surabaya, sebelum akhirnya melanjutkan pendidikan S1 di Departemen Manajemen Bisnis, Fakultas Bisnis dan Manajemen Teknologi, Institut Teknologi Sepuluh Nopember Surabaya dan mengambil konsentrasi pada bidang manajemen keuangan. Selama masa perkuliahan penulis bergabung dalam beberapa organisasi dalam lingkup Departemen Manajemen Bisnis dan dalam lingkup fakultas. Penulis pernah menjadi staf Penelitian dan Pengembangan Kelompok Studi Mahasiswa (KSM) periode 2016/2017 dan staf Kajian Strategis Kelompok Studi Mahasiswa periode 2017/2018. Penulis juga pernah menjadi Bendahara kegiatan Manajemen Bisnis Festival 3 dan bendahara Himpunan Mahasiswa Manajemen Bisnis (BMSA) periode 2017/2018. Dalam lingkup fakultas, penulis pernah menjadi staf Pengembangan Sumber Daya Mahasiswa BEM FBMT periode 2018/2019. Pada tahun 2018, penulis berkesempatan untuk melakukan Kerja Praktik di PT Pelindo III Cabang Tanjung Wangi dan mengambil topik manajemen keuangan dengan output penentuan biaya jasa kapal berdasarkan dengan metode ABC.

Penulis mendapat banyak pengalaman dan pembelajaran selama menempuh pendidikan dan bergabung dalam berbagai kegiatan maupun organisasi, yang semoga dapat bermanfaat untuk tahapan selanjutnya. Penulis memiliki ketertarikan pada bidang keuangan, operasional serta manajemen strategi dan berharap bisa berkarya dan memberikan manfaat bagi masyarakat sekitar. Penulis terbuka untuk berdiskusi mengenai berbagai hal dan dapat dihubungi melalui stmariyati@gmail.com.