

ANALISIS PENGARUH TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP EFISIENSI MANAJEMEN MODAL KERJA

Titis Muktiasih, Etna Nur Afri Yuyetta¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of corporate governance to working capital management efficiency. The independent variables of this study are CEO tenure, board size, audit committee and institutional ownership meanwhile, dependent variables are cash conversion cycle and current ratio. Control variable in this study is firm size. Population of this study are listed manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2016-2017. This study used systematic random sampling method, with 77 total observation of samples. The observation in this study uses secondary data from financial statements and annual reports of manufacturing companies. The analytical method used in this study is multiple regression analysis. The results of regression analysis showed that the CEO tenure and institutional ownership can improve working capital management efficiency through a faster cash conversion cycle. This result was also shown that the board size of commissioner and institutional ownership can improve working capital management efficiency through greater current ratio, while the audit committee does not affect working capital management efficiency.

Keyword : corporate governance, working capital management efficiency, cash conversion cycle, current ratio

PENDAHULUAN

Pengelolaan modal kerja merupakan salah satu peran utama bagi manajemen dalam tata kelola perusahaan. Pengelolaan modal kerja dapat dikatakan baik apabila manajemen dapat memperhitungkan dan mengupayakan ketersediaan aset likuid untuk menyeimbangkan kebutuhan dengan kewajiban perusahaan. Dalam mempertahankan proporsi atau tingkat modal kerja perusahaan, tentu berbeda antara perusahaan satu dengan perusahaan lainnya baik dari segi industri, sektor dan sifat bisnisnya. Hal ini merupakan sebuah tantangan bagi manajemen perusahaan dalam mengatur kebijakan yang kuat untuk mempertahankan tingkat modal kerja agar perusahaan terus beroperasi dan tidak mengalami kesulitan keuangan.

Tata kelola perusahaan menurut Magdi dan Nadereh (2002) adalah serangkaian proses yang dilakukan perusahaan agar bisnis dapat berjalan dengan baik serta dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Selain itu, menurut Monks dan Minow (2011), tata kelola perusahaan dapat dikatakan baik apabila mampu menerangkan interaksi antara berbagai pihak yang menetapkan arah dan kinerja perusahaan. Pendapat yang sama juga dapat dilihat dari definisi yang dikemukakan oleh Cadbury (1992) bahwa tata kelola perusahaan merupakan seperangkat tatanan yang menjelaskan keterkaitan antara pemegang saham, pemerintah, manajer, kreditur, pegawai perusahaan dan pemangku kepentingan lainnya dengan hak dan tanggung jawabnya dalam perusahaan. Tata kelola perusahaan menetapkan struktur organisasi seperti manajer, anggota dewan, pemegang saham dan pemangku kepentingan yang memiliki peran dan kewenangan untuk menjalankan serangkaian prosedur operasi perusahaan. Struktur organisasi perusahaan yang bertanggung jawab dalam menetapkan kebijakan modal kerja seperti kas, piutang, sekuritas, persediaan dan operasi lainnya adalah manajemen puncak seperti dewan direktur dan *chief executive officers* (CEO).

¹ Corresponding author

Manajemen modal kerja merupakan manajemen modal jangka pendek perusahaan dari jumlah aset lancar terhadap liabilitas lancar. Diperlukan upaya yang berkelanjutan dalam mempertahankan keseimbangan antara kebutuhan aset lancar dan liabilitas lancar. Menurut Afza dan Adnan (2007), efisiensi dalam manajemen modal kerja dapat meningkatkan likuiditas perusahaan yang akan meningkatkan kelancaran operasional perusahaan. Lazaridis dan Tryfonidis (2006) mengemukakan pendapat yang berkaitan dengan pendapat Afza dan Adnan bahwa pengelolaan modal kerja yang buruk dapat mengurangi likuiditas perusahaan yang akan berpengaruh secara langsung pada profotabilitas perusahaan.

Sangat penting bagi manajemen perusahaan untuk mempertahankan tingkat likuiditas demi kelancaran operasional perusahaan, namun dalam mempertahankan likuiditas perusahaan ini tentunya dibutuhkan pengelolaan yang tepat agar kepemilikan kas perusahaan benar-benar sesuai proporsinya. Kepemilikan uang tunai berlebihan dapat memastikan tingkat likuiditas perusahaan, namun menurut pendapat Afza dan Adnan (2007) kepemilikan uang tunai berlebihan dapat merugikan perusahaan. Lee dan Powell (2011) menjelaskan bahwa kerugian utama mempertahankan uang tunai secara berlebihan adalah hilangnya kesempatan perusahaan untuk investasi yang menguntungkan.

Semua komponen modal kerja perusahaan memiliki proporsi dan harus dikelola sebagaimana mestinya agar keuangan perusahaan selalu berada pada kondisi yang stabil. Jika kinerja keuangan perusahaan baik, maka pihak prinsipal dan pemangku kepentingan lainnya akan mendapatkan keuntungan sesuai dengan yang mereka harapkan atas pengorbanan yang telah mereka berikan untuk perusahaan. Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan membutuhkan informasi secara jelas dan rinci mengenai kondisi keuangan perusahaan untuk meyakinkan mereka bahwa kepentingan mereka akan terpenuhi oleh perusahaan. Sehubungan dengan hal itu, manajemen modal kerja dianggap sebagai kunci yang penting dalam tata kelola perusahaan untuk memberikan keyakinan dan meningkatkan kepercayaan pemegang saham terhadap perusahaan.

Hasil penelitian tentang pengaruh tata kelola perusahaan terhadap efisiensi manajemen modal kerja masih menghasilkan temuan yang tidak konsisten (lihat misalnya Gill dan Biger, 2012; Ahmad, Ahmed, dan Samim 2018), sehingga perlu dilakukan pengujian yang lebih lanjut untuk mengetahui konsistensi temuan jika diterapkan pada kondisi lingkungan yang berbeda.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menemukan bukti empiris pengaruh masa jabatan CEO, ukuran dewan komisaris, komite audit dan kepemilikan institusional terhadap efisiensi manajemen modal kerja.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Dalam pengelolaan modal kerja tidak dapat dipisahkan dari teori agensi (*agency theory*), teori pecking order (*pecking order theory*) dan teori sinyal (*signalling theory*). Terdapat perbedaan kepentingan utama dalam teori agensi ini yaitu antara manager dan pemilik perusahaan. Ada kecenderungan bagi manajemen untuk memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada kepentingan pemilik perusahaan dengan berbagai cara dalam pengelolaan modal kerja tertentu. Hal inilah yang akan menyebabkan informasi asimetri antara pihak manajemen dan pemilik perusahaan tentang kondisi keuangan dalam modal kerja perusahaan.

Pengelolaan modal kerja tentu tidak lepas dari sumber pendanaan operasional perusahaan. Terdapat dua sumber pendanaan dalam teori pecking order yaitu *internal financing* dan *external financing*. Keduanya memiliki dampak positif dan dampak negatif sebagai konsekuensi yang diterima oleh perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan operasionalnya.

Perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemilik perusahaan, informasi asimetri serta konsekuensi yang diterima perusahaan atas penentuan sumber pendanaan ini menyebabkan kekhawatiran bagi pemilik perusahaan. Usaha yang dapat dilakukan perusahaan untuk mengurangi kekhawatiran ini adalah dengan memberikan sinyal yang dijelaskan dalam *signalling theory*. Sinyal yang diberikan perusahaan kepada pemilik perusahaan adalah tentang prospek perusahaan dimasa datang melalui informasi perusahaan dalam laporan keuangan.

Pengaruh Masa Jabatan CEO terhadap Efisiensi Manajemen Modal Kerja

Anderson, Mansi dan Reeb (2004) mengemukakan pendapat bahwa, Masa jabatan CEO (*Chief Executive Officers*) memiliki hubungan signifikan positif dengan pendapatan perusahaan.

Hal ini berkaitan dengan kebijakan dan regulasi yang ditetapkan selama masa jabatan seorang CEO akan membentuk sebuah pola pikir dan kebiasaan yang tetap dalam waktu yang lama. Apabila kebijakan dan regulasi yang ditetapkan CEO dalam masa jabatannya ini diterima baik oleh warga anggota perusahaan, hal ini akan berpengaruh secara langsung pada kinerja karyawan dan akan meningkatkan pendapatan perusahaan.

Adanya pemilihan dan penetapan CEO baru dalam sebuah perusahaan tidak menutup kemungkinan bahwa kebijakan dan regulasi yang telah ditetapkan oleh CEO sebelumnya akan diubah dan diatur ulang oleh CEO yang baru. Walaupun kebijakan dan regulasi yang ditetapkan oleh CEO baru diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan, namun dalam penerapannya diperlukan waktu yang relatif cukup lama untuk membentuk sebuah kebiasaan dan pola pikir baru bagi anggota perusahaan.

Selain itu, Anderson juga menyatakan bahwa lamanya masa jabatan CEO akan mengurangi perdebatan atau perselisihan pendapat antar dewan dalam rapat karena rapat dalam penentuan kebijakan mengenai pengelolaan modal kerja merupakan hal yang penting dan memerlukan perhatian khusus dari manajemen dalam sebuah perusahaan. CEO yang telah menjabat dalam waktu yang lama dalam sebuah perusahaan akan lebih disegani dan dihormati oleh anggota perusahaan. Meskipun hal ini tidak selalu terjadi, namun kekuasaan dan wewenang CEO sebagai pimpinan perusahaan dapat mengendalikan konflik dan perselisihan antar individu maupun kelompok dalam sebuah perusahaan. Akibatnya, rapat para dewan mengenai pengelolaan modal kerja akan menimbulkan sedikit sekali hambatan atau permasalahan.

Pendapat Anderson ini sesuai dengan teori pembelajaran atau teori pengalaman yang pertama kali dikemukakan oleh Wright (1936). Wright mengemukakan pendapat bahwa pengalaman berperan dalam meningkatkan produktifitas. Hal ini dijelaskan dalam konsep *learning curve* atau kurva pembelajaran yang menyatakan bahwa bertambahnya pengalaman sampai pada batas waktu tertentu, dapat meningkatkan efisiensi dalam kegiatan operasional perusahaan. Pengalaman akan meningkatkan jumlah unit produksi tanpa menambah waktu dalam pengerjaannya sehingga akan berdampak langsung pada peningkatan pendapatan perusahaan.

H1 : Masa Jabatan CEO memiliki pengaruh negatif terhadap Siklus Konversi Kas

H5 : Masa Jabatan CEO memiliki pengaruh negatif terhadap Rasio Lancar

Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap Efisiensi Manajemen Modal Kerja

Menurut Lipton dan Lorsch (1992) dan Yermack (1996) mengemukakan bahwa banyak dewan komisaris mengurangi efisiensi dan fleksibilitas dalam proses pengambilan keputusan dibandingkan dengan jumlah dewan komisaris yang lebih sedikit. Pendapat yang berbeda dikemukakan oleh Kajola (2008) bahwa jumlah anggota dewan komisaris yang banyak akan berakibat pada peningkatan pada pengawasan dan pengendalian dalam perusahaan, akan tetapi jumlah anggota dewan yang banyak ini juga menimbulkan masalah komunikasi dalam organisasi dan meningkatkan probabilitas munculnya konflik dalam pengambilan keputusan.

Oleh karena itu, Kyereboah-Coleman (2008) menyatakan bahwa jumlah anggota dewan yang lebih sedikit memungkinkan aliran komunikasi yang lebih baik dalam organisasi dan efektif dalam pengawasan dan pengendalian terhadap manajemen perusahaan mengenai pengelolaan modal kerja.

H2 : Ukuran Dewan Komisaris memiliki pengaruh positif terhadap Siklus Konversi Kas

H6 : Ukuran Dewan Komisaris memiliki pengaruh positif terhadap Rasio Lancar

Pengaruh Komite Audit terhadap Efisiensi Manajemen Modal Kerja

Anderson, Mansi dan Reeb (2004) berpendapat bahwa tujuan dasar dari komite audit adalah untuk mendampingi dan bekerja bersama dewan dalam menyelaraskan proses dan prosedur perusahaan dengan kriteria yang ditetapkan pihak yang menciptakan regulasi perusahaan, membangun kepercayaan pemilik perusahaan pada integritas prosedur dan proses pelaporan kinerja perusahaan dan pengendalian internal organisasi perusahaan, serta memastikan kinerja audit manajemen perusahaan.

Sehubungan dengan tujuan dasar komite audit dalam perusahaan, Kyereboah-Coleman (2008) menyarankan bahwa setidaknya terdapat tiga anggota komite audit untuk meningkatkan

independensi auditor manajemen atau auditor internal perusahaan dalam pengelolaan modal kerja dan memberi peringatan pada manajemen apabila ada masalah pada modal kerja perusahaan.

H3 : Komite Audit memiliki pengaruh positif terhadap Siklus Konversi Kas

H7 : Komite Audit memiliki pengaruh positif terhadap Rasio Lancar

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Efisiensi Manajemen Modal Kerja

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan pendapat bahwa kepemilikan institusional perusahaan mempunyai hak untuk mengambil keputusan dalam pengurangan utang jika utang perusahaan diharuskan untuk diawasi. Maksud dari pendapat ini adalah apabila saham perusahaan secara mayoritas telah dimiliki oleh institusi luar maka perusahaan akan kehilangan kontrol atas perusahaan mereka sendiri. Segala hal yang berkaitan dengan kepentingan pemegang saham akan lebih diutamakan apabila kepemilikan institusional dominan dalam struktur kepemilikan perusahaan termasuk pengawasan dalam hal utang perusahaan.

Konsekuensi adanya dominasi kepemilikan institusional ini menyebabkan perusahaan cenderung untuk menghimpun dana dari utang daripada lebih banyak menjual sahamnya ke institusi luar. Beberapa peneliti seperti Bodaghi dan Ahmadpour (2010), Hasan dan Butt (2009), Sharbati, Aslani dan Barandagh (2014) serta Agyei dan Owusu (2014) yang berhasil mendeteksi adanya pengaruh signifikan antara kepemilikan institusional dan manajemen modal kerja khususnya pada utang perusahaan.

H4 : Kepemilikan Institusional memiliki pengaruh negatif terhadap Siklus Konversi Kas

H8 : Kepemilikan Institusional memiliki pengaruh negatif terhadap Rasio Lancar

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel terikat efisiensi manajemen modal kerja diproksikan dengan siklus konversi kas (*cash conversion cycle*) dan rasio lancar (*current ratio*). Variabel bebas dalam penelitian ini yaitu masa jabatan CEO, ukuran dewan komisaris, komite audit dan kepemilikan institusional sebagai indikator dari tata kelola perusahaan serta variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan yang diproksikan dengan total aset. Berikut ini merupakan tabel ringkasan definisi operasional variabel penelitian :

Tabel 1
Ringkasan Definisi Operasional

Variabel	Dimensi	Indikator	Skala Pengukuran
Variabel Dependen : Siklus Konversi Kas (<i>Cash Conversion Cycle</i>)	Laporan Posisi Keuangan dan Laporan Laba (Rugi) dan Komprehensif Lain (Ahmad, Ahmed, and Samim, 2018).	$CCC = \frac{DIO + DSO - DPO}{365}$ $DIO = \frac{\text{Persediaan}}{\text{Beban Pokok Persediaan}}$ $DSO = \frac{\text{Piutang Usaha}}{\text{Penjualan per Hari}}$ $DPO = \frac{\text{Utang Usaha}}{\text{Penjualan per Hari}}$	Rasio
Rasio Lancar (<i>Current Ratio</i>)	Laporan Posisi Keuangan (Ahmad, Ahmed, and Samim, 2018)	$CR = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Liabilitas Lancar}}$	Rasio

Lanjutan tabel 3.1

Variabel independen : Masa jabatan CEO (<i>CEO tenure</i>)	Laporan tahunan dan Catatan atas laporan keuangan (Ahmad, Ahmed, and Samim, 2018)	$CET = \frac{\text{Lama masa jabatan}}{\text{Masa jabatan CEO paling lama dalam populasi}}$	Rasio
Ukuran dewan komisaris (<i>Board size</i>)	Laporan tahunan dan Catatan atas laporan keuangan (Gill and Biger, 2012)	$BDS = \frac{\text{Jumlah dewan komisaris}}{\text{Jumlah dewan paling banyak dalam populasi}}$	Rasio
Komite Audit (<i>Audit committee</i>)	Laporan tahunan dan Catatan atas laporan keuangan (Ahmad, Ahmed, and Samim, 2018)	$ADC = \frac{\text{Jumlah komite audit}}{\text{Jumlah dewan paling banyak dalam populasi}}$	Rasio
Kepemilikan Institusional (<i>Institutional ownership</i>)	Laporan tahunan dan Catatan atas laporan keuangan (Agyei and Owusu, 2014)	$INST = \frac{\text{Jumlah saham investor institusional}}{\text{Jumlah saham beredar}}$	Rasio
Variabel Kontrol : Ukuran Perusahaan (<i>Firm size</i>)	Laporan posisi keuangan (Niu, 2008)	$SIZE = \frac{\text{Total Aset}}{\text{Total aset paling besar dalam populasi}}$	Rasio

Penentuan Sampel

Penelitian ini dilakukan dengan memanfaatkan data perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2016-2017. Perusahaan manufaktur ditentukan sebagai observasi dalam penelitian ini karena terdiri dari beraneka ragam bisnis dan karakteristik industri yang berbeda antara satu sama lainnya. Selain itu untuk penelitian yang menggunakan siklus konversi kas sebagai salah satu proksi dari efisiensi manajemen modal kerja, perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang paling sesuai karena dalam rumus perhitungannya memuat beban pokok penjualan yang lebih kompleks daripada perusahaan dagang dan tentunya tidak terdapat pada perusahaan jasa.

Penyeleksian sampel pada penelitian ini dilakukan dengan metode *systematic random sampling*, yakni sampel yang diambil berdasarkan pengurutan dengan jarak atau interval tertentu. Sampel diseleksi dari populasi perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2016-2017. Dalam penelitian ini digunakan jarak atau interval tiga sebagai dasar pengambilan sampel dari keseluruhan populasi.

$$\begin{aligned}
 n &= \frac{\text{Total Populasi}}{3} \\
 &= \frac{270}{3} \\
 &= 76,67 \quad (\text{Dibulatkan menjadi } 77)
 \end{aligned}$$

Metode Analisis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda. Analisis regresi berganda digunakan untuk pengukuran intensitas keterkaitan atau hubungan antara dua variabel independen atau lebih dengan variabel dependen serta dapat menunjukkan arah keterkaitan antara variabel bebas (independen) dan variabel terikat (dependen).

Model regresi berganda dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{CCC} &= \alpha + \beta_1 \text{CET} + \beta_2 \text{BDS} + \beta_3 \text{ADC} + \beta_4 \text{INST} + \beta_5 \text{CONTROL} + \varepsilon \\ \text{CR} &= \alpha + \beta_1 \text{CET} + \beta_2 \text{BDS} + \beta_3 \text{ADC} + \beta_4 \text{INST} + \beta_5 \text{CONTROL} + \varepsilon \end{aligned}$$

Keterangan :

CCC = *Cash Conversion Cycle*

CR = *Current Ratio*

α = Konstanta

$\beta_{1,2,3,4,5}$ = Koefisien Regresi

CET = *CEO Tenure* (Masa Jabatan CEO)

BDS = *Board Size* (Ukuran Dewan Komisaris)

ADC = *Audit Committee* (Komite Audit)

INST = *Institutional Ownership* (Kepemilikan Institusional)

CONTROL = *Firm Size* (Ukuran perusahaan)

ε = Koefisien *error*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Setelah melalui proses penyesuaian dan kelengkapan observasi dari total 133 populasi perusahaan manufaktur, maka penelitian ini menggunakan 77 sampel observasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berikut ini merupakan Tabel 2 rekapitulasi sampel penelitian :

Tabel 2
Deskripsi Sampel Penelitian

Jumlah Perusahaan Manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2017	133 Perusahaan
Perusahaan yang tidak mengungkapkan laporan keuangan secara menyeluruh	(16 Perusahaan)
Perusahaan yang tidak dimiliki oleh investor institusional	(2 Perusahaan)
Total Populasi	115 Perusahaan
Total Populasi selama dua tahun observasi	230 Perusahaan
Total Sampel diambil	77 Perusahaan

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan nilai rata-rata, nilai minimum dan deviasi standar pada variabel dependen siklus konversi kas (CCC) dan Current Ratio (CR), variabel independen Masa Jabatan CEO (CET), Ukuran Dewan Komisaris (BDS), Komite Audit (ADC), Kepemilikan Institusional (INST) serta variabel kontrol Ukuran Perusahaan (SIZE). Di bawah adalah hasil statistik deskriptif penelitian yang ditunjukkan dalam tabel 3 berikut :

Tabel 3
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CCC	77	-,35500	,49300	,0427013	,13166345
CR	77	,22900	5,81500	2,0435974	1,38506447
CET	77	,02200	,50000	,1487532	,14867088
BDS	77	,16700	1,00000	,3950390	,18448160
ADC	77	,60000	1,00000	,6363636	,10118910
INST	77	,02000	1,00000	,6983117	,24655736
SIZE	77	,75700	1,00000	,8614416	,04928956
Valid N (listwise)	77				

Sumber : Data Sekunder yang diolah, 2019

Dari tabel 3 dapat diketahui bahwa penelitian ini menggunakan 77 sampel observasi dari tiap-tiap variabel selama dua tahun. Hasil analisis statistik deskriptif tersebut menunjukkan nilai minimum dari variabel CCC adalah sebesar -0,355 dan nilai maksimum sebesar 0,493. Nilai rata-rata untuk variabel CCC adalah 0,042 dan nilai deviasi standar sebesar 0,131. Hal ini dapat diartikan bahwa siklus konversi kas pada perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 2016-2017 cenderung lebih singkat karena mean lebih mendekati nilai minimum.

Variabel CR menunjukkan nilai minimum sebesar 0,229 dan nilai maksimum sebesar 5,815. Nilai rata-rata variabel CR adalah 2,043 dan nilai deviasi standar lebih rendah daripada mean yaitu sebesar 1,385. Hal ini dapat diartikan bahwa sebaran observasi normal dan tidak menyebabkan bias. Selain itu nilai deviasi standar variabel CR yang jauh dari angka nol menunjukkan bahwa rasio lancar perusahaan manufaktur pada tahun 2016-2017 relatif bervariasi.

Variabel CET menunjukkan nilai minimum sebesar 0,022 dan nilai maksimum variabel CET sebesar 0,500. Nilai rata-rata variabel CET adalah 0,1487 dan nilai deviasi standar yang lebih rendah daripada mean yaitu sebesar 1,486. Hal ini dapat diartikan bahwa distribusi observasi normal dan tidak menyebabkan bias. Nilai deviasi standar yang jauh dari angka nol menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 2016-2017 memiliki Direktur Utama dengan masa jabatan yang bervariasi.

Variabel BDS menunjukkan nilai minimum sebesar 0,167 dan nilai maksimum sebesar 1. Nilai rata-rata variabel BDS adalah 0,395 dan nilai deviasi standar yang lebih rendah daripada nilai rata-rata yaitu sebesar 0,184. Hal ini dapat diartikan bahwa sebaran observasi normal dan tidak menyebabkan bias. Nilai mean yang mendekati nilai minimum ini dapat diartikan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 2016-2017 ini cenderung memiliki dewan komisaris yang sedikit.

Variabel ADC menunjukkan nilai minimum sebesar 0,6 dan nilai maksimum sebesar 1. Nilai rata-rata variabel ADC adalah 0,636 dan nilai deviasi standar yang lebih rendah daripada nilai rata-rata yaitu sebesar 0,101. Hal ini dapat diartikan bahwa sebaran observasi normal dan tidak menyebabkan bias. Nilai rata-rata yang mendekati nilai minimum ini dapat diartikan bahwa dewan komite audit cenderung sedikit. Nilai deviasi standar yang mendekati angka nol menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 2016-2017 memiliki variansi dewan komite audit yang relatif sama.

Variabel INST menunjukkan nilai minimum sebesar 0,020 dan nilai maksimum sebesar 1. Nilai rata-rata variabel INST adalah 0,698 dan nilai deviasi standar yang lebih rendah daripada nilai rata-rata yaitu sebesar 0,246. Hal ini dapat diartikan bahwa sebaran observasi normal dan tidak menyebabkan bias. Nilai deviasi standar yang menjauhi angka nol menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 2016-2017 memiliki prosentase kepemilikan institusional yang bervariasi.

Variabel SIZE menunjukkan nilai minimum sebesar 0,757 dan nilai maksimum sebesar 1. Nilai rata-rata variabel SIZE adalah 0,861 dan nilai deviasi standar yang lebih rendah daripada nilai rata-rata yaitu sebesar 0,049. Hal ini dapat diartikan bahwa sebaran observasi normal dan tidak menyebabkan bias. Nilai deviasi standar yang mendekati angka nol menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 2016-2017 memiliki ukuran perusahaan yang relatif tidak terlalu berbeda antara satu perusahaan dengan perusahaan yang lainnya.

Pembahasan Hasil Penelitian

Dalam penelitian ini, digunakan tingkat signifikansi sebesar 0,01, 0,05 dan 0,1 sehingga apabila nilai signifikansi < 0,1 maka dapat disimpulkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah signifikan. Berikut ini adalah tabel 4 hasil uji signifikansi t.

Tabel 4
Hasil Uji Hipotesis

Variabel Dependen	Variabel Independen	T	Sig.
CCC	CET	-4,839	,000***
	BDS	6,117	,000***
	ADC	,928	,357
	INST	-4,226	,000***
CR	CET	-2,005	,049**
	BDS	2,564	,012**
	ADC	,525	,601
	INST	4,438	,000***

Keterangan : *) signifikan pada $\alpha = 10\%$
 **) signifikan pada $\alpha = 5\%$
 ***) signifikan pada $\alpha = 1\%$

Pengujian Hipotesis 1 Dan Hipotesis 5

Hasil pengujian terhadap variabel dependen siklus konversi kas yang telah dilakukan menunjukkan bahwa masa jabatan CEO berpengaruh negatif terhadap siklus konversi kas. Pernyataan ini dibuktikan dengan hasil pengujian statistik t pada tabel 4 yang memperlihatkan bahwa nilai t pada variabel independen CET sebesar -4,389 dengan nilai signifikansi 0,000.. Kesimpulan ini bermakna bahwa perusahaan dengan masa jabatan CEO yang lebih lama memiliki siklus konversi kas yang lebih cepat atau dengan kata lain terjadi efisiensi dalam manajemen modal perusahaan. Maka dari itu, hipotesis pertama yang mengungkapkan bahwa masa jabatan CEO berpengaruh negatif terhadap siklus konversi kas diterima.

Hasil pengujian terhadap variabel dependen rasio lancar yang telah dilakukan menunjukkan bahwa masa jabatan CEO berpengaruh negatif terhadap rasio lancar. Pernyataan ini dibuktikan dengan hasil pengujian statistik t pada tabel 4 yang memperlihatkan bahwa nilai t pada variabel independen CET sebesar -2,005 dengan nilai signifikansi 0,000. Kesimpulan ini bermakna bahwa perusahaan dengan masa jabatan CEO yang lebih lama memiliki rasio lancar yang lebih dominan pada liabilitas lancarnya atau dengan kata lain kurang efisien dalam manajemen modal perusahaan. Maka dari itu, hipotesis kelima yang mengungkapkan bahwa masa jabatan CEO berpengaruh negatif terhadap rasio lancar diterima.

Direktur utama merupakan salah satu kunci keberhasilan dalam perusahaan. Direktur utama memiliki wewenang terbesar dalam memimpin dan mengatur perusahaan. Salah satu diantara wewenang yang dimiliki direktur utama yaitu penetapan kebijakan dan regulasi mengenai proporsi modal kerja perusahaan. Penentuan kebutuhan dan batasan dalam aset lancar serta liabilitas lancar perusahaan seperti kepemilikan kas, persediaan, piutang dan aset lancar lainnya serta utang jangka pendek perusahaan, seluruhnya merupakan wewenang direktur utama bersama anggota dewan direksi lainnya. Tidak dapat dipungkiri bahwa lamanya masa jabatan seorang direktur utama dapat mempengaruhi kinerja perusahaan yang dalam hal ini kaitannya dengan efisiensi manajemen modal kerja. Posisi direktur utama sebagai pimpinan dinilai mampu mempengaruhi struktur organisasi dibawah pimpinannya dan mampu mengendalikan konflik dalam perusahaan yang akan berdampak langsung pada meningkatnya pendapatan perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian dalam penelitian ini, dapat dibuktikan bahwa masa jabatan direktur utama atau CEO berpengaruh terhadap efisiensi manajemen modal kerja yang direpresentasikan dengan siklus konversi kas yang relatif lebih singkat dan rasio lancar yang lebih dominan pada liabilitas lancar. Hal ini dapat terjadi melalui peran direktur utama sebagai pemimpin dan pengendali dalam perusahaan sehingga perusahaan dapat terus berjalan tanpa kesulitan keuangan.

Pengujian Hipotesis 2 Dan Hipotesis 6

Hasil pengujian terhadap variabel dependen siklus konversi kas yang telah dilakukan menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap siklus konversi kas. Kesimpulan ini dapat diketahui dari hasil pengujian statistik t pada tabel 4 yang memperlihatkan bahwa nilai t pada variabel independen BDS sebesar 6,117 dengan nilai signifikansi 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan komisaris yang lebih banyak memiliki siklus konversi kas lebih lama atau dengan kata lain kurang efisien dalam manajemen modal kerja perusahaan. Maka dari itu, hipotesis kedua yang mengungkapkan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap siklus konversi kas diterima.

Hasil pengujian terhadap variabel dependen rasio lancar yang telah dilakukan menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap rasio lancar. Kesimpulan ini dapat diketahui dari hasil pengujian statistik t pada tabel 4 yang memperlihatkan bahwa nilai t pada variabel independen BDS sebesar 2,564 dengan nilai signifikansi 0,012.. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan komisaris yang lebih banyak memiliki rasio lancar yang lebih dominan pada aset lancar atau dengan kata lain lebih efisien dalam manajemen modal kerja perusahaan. Maka dari itu, hipotesis keenam yang mengungkapkan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap rasio lancar diterima.

Jumlah dewan komisaris dalam sebuah perusahaan ditentukan bukan tanpa alasan. Dewan komisaris merupakan salah satu usaha untuk mengurangi perbedaan kepentingan antara pihak manajemen perusahaan dan pihak pemilik perusahaan. Dewan komisaris diberi wewenang langsung oleh pemilik perusahaan untuk mengawasi manajemen sehingga perilaku *self interest* dari manajemen dapat dikurangi. Hal ini tentunya akan berdampak langsung pada kinerja keuangan perusahaan dan kesejahteraan bagi semua pihak yang berkepentingan dalam perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian dalam penelitian ini, dapat dibuktikan bahwa terdapat pengaruh dari ukuran dewan komisaris terhadap efisiensi manajemen modal kerja yang direpresentasikan dengan siklus konversi kas yang relatif lebih lama dan rasio lancar yang dominan pada aset lancar. Hal ini dapat diartikan bahwa susunan dewan komisaris dalam perusahaan yang terdiri dari banyak dewan akan lebih mengendalikan perilaku manajemen dapat mengurangi probabilitas masalah agensi yang ditimbulkan.

Pengujian Hipotesis 3 Dan Hipotesis 7

Hasil pengujian terhadap variabel dependen siklus konversi kas yang telah dilakukan menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan. Kesimpulan ini dapat diketahui dari hasil pengujian statistik t pada tabel 4 yang memperlihatkan bahwa nilai t pada variabel independen ADC sebesar 0,928 dengan nilai signifikansi 0,357. Maka dari itu, hipotesis ketiga yang mengungkapkan bahwa komite audit berpengaruh positif terhadap siklus konversi kas ditolak.

Hasil pengujian terhadap variabel dependen rasio lancar yang telah dilakukan menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan. Kesimpulan ini dapat diketahui dari hasil pengujian statistik t pada tabel 4 yang memperlihatkan bahwa nilai t pada variabel independen ADC sebesar 0,525 dengan nilai signifikansi 0,601. Maka dari itu, hipotesis ketujuh yang mengungkapkan bahwa komite audit berpengaruh positif terhadap rasio lancar ditolak.

Hasil pengujian terhadap kedua variabel dependen yaitu siklus konversi kas dan rasio lancar menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hasil ini sejirama dengan penelitian Gill dan Biger (2012) yang dapat disimpulkan bahwa cepat atau lambatnya siklus konversi kas serta besar atau kecilnya rasio lancar tidak bergantung pada jumlah komite audit perusahaan. Komite audit dibentuk untuk membantu fungsi dewan komisaris dalam mengawasi operasional perusahaan dan mengawasi manajemen agar tidak menyalahgunakan wewenangnya semata-mata hanya untuk kepentingan pribadi mereka saja sehingga hal ini tidak berkaitan secara langsung dengan pengelolaan modal kerja perusahaan.

Pengujian Hipotesis 4 Dan Hipotesis 8

Hasil pengujian terhadap variabel dependen siklus konversi kas yang telah dilakukan menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap siklus konversi kas. Kesimpulan ini dapat dibuktikan dengan hasil pengujian statistik t pada tabel 4 yang memperlihatkan bahwa nilai t pada variabel independen INST sebesar -4,226 dengan nilai

signifikansi 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan prosentase kepemilikan institusional yang lebih banyak memiliki siklus konversi kas yang lebih cepat atau dengan kata lain terjadi efisiensi dalam manajemen modal perusahaan. Maka dari itu, hipotesis keempat yang mengungkapkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap siklus konversi kas diterima.

Hasil pengujian terhadap variabel dependen rasio lancar yang telah dilakukan menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap rasio lancar. Pernyataan ini dibuktikan dengan hasil pengujian statistik t pada tabel 4 yang memperlihatkan bahwa nilai t pada variabel independen INST sebesar 4,438 dengan nilai signifikansi 0,000. Kesimpulan ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan prosentase kepemilikan institusional yang lebih banyak memiliki rasio lancar yang lebih dominan pada aset lancar daripada liabilitas lancarnya atau dengan kata lain lebih efisien dalam manajemen modal kerja perusahaan. Maka dari itu, hipotesis kedelapan yang mengungkapkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap rasio lancar ditolak.

Hasil pengujian terhadap rasio lancar yang menunjukkan hasil signifikan positif ini terjadi karena dana yang dihimpun dari liabilitas lancar lebih dimanfaatkan perusahaan untuk mendanai produksi yang lebih banyak lagi sehingga akan meningkatkan pendapatan perusahaan. Banyaknya produk yang dihasilkan ini menyebabkan jumlah persediaan dan nominal piutang meningkat sehingga komposisi aset lancar menjadi jauh lebih besar daripada liabilitas lancarnya.

Perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia merupakan perusahaan yang dapat dimiliki oleh siapapun melalui saham perusahaan yang beredar dan terjual bebas di pasar modal. Komposisi kepemilikan dalam perusahaan terbuka ini pada umumnya terdiri dari kepemilikan pemerintah, manajerial, institusional dan masyarakat domestik maupun asing. Prosentase kepemilikan yang mendominasi pun tidak dapat dipungkiri bahwa hal ini dapat mempengaruhi manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan. Salah satu keputusan yang dapat dipengaruhi oleh dominasi kepemilikan yaitu mengenai proporsi modal kerja yang dapat dijadikan referensi bagi para pemegang saham dalam menilai kinerja perusahaan yang mereka miliki. Penelitian ini hanya menggunakan kepemilikan institusional sebagai perwakilan dari semua struktur kepemilikan yang ada dalam perusahaan. Berpedoman pada hasil pengujian dalam penelitian ini, maka dapat dibuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap efisiensi manajemen modal kerja yang direpresentasikan dengan siklus konversi kas yang lebih singkat serta rasio lancar perusahaan yang menunjukkan bahwa aset lancar cenderung lebih dominan daripada liabilitas lancarnya. Situasi ini dapat dimaknai bahwa semakin mendominasi prosentase kepemilikan institusional, maka perusahaan yang membutuhkan dana tambahan cenderung untuk menghimpun dana dari utang daripada lebih banyak menjual sahamnya ke institusi luar. Terlepas dari apapun keputusan yang diambil perusahaan dalam memanfaatkan utang, semuanya memiliki pengaruh langsung terhadap modal kerja perusahaan. Perusahaan yang memanfaatkan liabilitas untuk produksi lebih banyak akan menyebabkan komposisi aset lancar lebih dominan melalui banyaknya jumlah persediaan dan piutang penjualan. Hal ini akan berdampak pada peningkatan penjualan perhari perusahaan yang berpengaruh secara langsung pada siklus konversi kas yang lebih cepat.

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Agyei dan Owusu (2014) yang menemukan hasil bahwa apabila prosentase kepemilikan institusional dalam komponen kepemilikan perusahaan semakin besar maka perusahaan cenderung lebih suka untuk menghimpun dana dari utang daripada menerbitkan saham baru lagi di pasar modal. Hal ini terjadi sebagai langkah preventif perusahaan terhadap risiko kehilangan kontrol atas perusahaan apabila kepemilikan saham didominasi oleh institusional yang kemungkinan akan terus bertambah persentasenya apabila perusahaan memutuskan untuk menerbitkan saham baru lagi di pasar modal.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Bersumber dari hasil pengujian regresi berganda yang telah dijabarkan pada tabel 4, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

Masa jabatan CEO memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap siklus konversi kas dan rasio lancar. Hal ini menunjukkan bahwa terjadi efisiensi dalam manajemen modal kerja yang direpresentasikan dengan siklus konversi kas yang lebih singkat, namun kurang efisien apabila

dilihat dari dominasi liabilitas lancar dalam modal kerja perusahaan. Maka dapat disimpulkan bahwa masa jabatan direktur utama yang lebih lama dapat mempengaruhi pengambilan keputusan kebijakan dalam menentukan proporsi modal kerja melalui wewenangnya sebagai pimpinan di perusahaan.

Ukuran dewan komisaris memiliki pengaruh positif signifikan terhadap siklus konversi kas dan rasio lancar. Hal ini menunjukkan bahwa belum terjadi efisiensi dalam manajemen modal kerja yang direpresentasikan dengan siklus konversi kas yang lebih lama, namun lebih efisien apabila dilihat dari komposisi aset lancar yang lebih dominan dalam modal kerja perusahaan. Maka dapat disimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris yang lebih banyak dapat meningkatkan pengendalian dan pengawasan terhadap manajemen perusahaan sehingga proporsi liabilitas perusahaan dapat dikendalikan.

Komite audit memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap siklus konversi kas dan rasio lancar. Hasil yang tidak signifikan ini menunjukkan bahwa efisiensi dalam manajemen modal kerja tidak dipengaruhi oleh jumlah anggota komite audit.

Kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap siklus konversi kas dan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap rasio lancar. Hal ini menunjukkan bahwa terjadi efisiensi dalam manajemen modal kerja yang direpresentasikan dengan siklus konversi kas yang lebih singkat dan komposisi rasio lancar yang lebih dominan pada aset lancar dibandingkan liabilitas lancarnya. Maka dapat disimpulkan bahwa prosentase kepemilikan institusional yang lebih dominan dapat mempengaruhi manajemen perusahaan dalam menentukan proporsi modal kerja. Konsekuensi ini terjadi karena status kepemilikan dalam suatu perusahaan yang lebih dominan dimiliki oleh pemegang saham institusional, sehingga perusahaan cenderung untuk membatasi aliran dana masuk yang berasal dari luar perusahaan seperti penerbitan saham baru dan memutuskan untuk menghimpun dana dari utang perusahaan. Selain itu, perusahaan dapat menghimpun dana internal dari aktivitas operasional perusahaan melalui pengelolaan siklus konversi kas sehingga perusahaan tidak perlu menerbitkan saham baru yang akan meningkatkan kemungkinan jatuhnya status kepemilikan perusahaan ke tangan perusahaan lain.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, dari 230 perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama dua tahun pada 2016-2017, hanya diambil sampel 77 perusahaan digunakan sebagai sampel akhir dalam penelitian. Karakteristik tata kelola perusahaan yang dibahas dalam penelitian ini hanya terbatas pada dampak masa jabatan direktur utama, ukuran dewan komisaris, komite audit dan kepemilikan institusional, sedangkan masih terdapat faktor atau elemen lain diluar penelitian ini yang dapat mempengaruhi efisiensi dalam manajemen modal kerja.

Saran

Atas dasar keterbatasan tersebut, peneliti berharap agar penelitian selanjutnya dapat menunjukkan hasil yang lebih baik lagi dengan memperbaiki keterbatasan dalam penelitian ini. Bagi para peneliti berikutnya, diharapkan agar menggunakan periode observasi yang lebih lama agar sampel penelitian yang diambil lebih banyak sehingga dapat memberikan penjelasan mengenai pengaruh faktor yang lebih baik. Bagi perusahaan, penelitian ini dapat mengukuhkan materi dalam memperhitungkan strategi dan determinasi kebijakan mengenai proporsi modal kerja perusahaan. Selain itu penelitian ini juga dapat dijadikan acuan dalam mempertimbangkan tingkat elektabilitas seorang direktur utama dan wewenangnya selama masa jabatan sebagai pimpinan perusahaan, pertimbangan dalam menentukan jumlah dewan komisaris dalam RUPS serta pertimbangan risiko yang terjadi atas keputusan penerbitan saham baru.

REFERENSI

- Agyei, Albert, and Appiah Richard Owusu. 2014. "The Effect of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Ghanaian Listed Manufacturing Companies." *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences* 4(1): 109–18.

- Ahmad, Basheer, Ibrar Ahmed, and Muhammad Mounas Samim. 2018. "Working Capital Management Efficiency and Corporate Governance in Manufacturing Sector of Pakistan." *Journal Of Natural and Social Sciences* 7(1): 67–86.
- Anderson, Ronald C, Sattar A Mansi, and David M Reeb. 2004. "Board Characteristics , Accounting Report Integrity , and The Cost of Debt." *Journal of Accounting and Economics* 37(3): 315–42.
- Ateeq, Muhammad, Ur Rehman, Ramiz Ur Rehman, and Awais Raof. 2010. "Does Corporate Governance Lead to a Change in the Capital Structure ?" *American Journal of Social and Management Sciences* 1(2): 191–95.
- Besley, Scott; Brigham, Eugene. 2007. "Essentials of Managerial Finance." *Cengage Learning*.
- Bodaghi, A; Ahmadpour, A. 2010. "The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure of Iranian Listed Companies." *International Conference on Enterprise Systems, Accounting and Logistics* 7: 89–96.
- Brigham, E.F; Ehrhardt, M.C. 2005. *Financial Management Theory and Practice*. Eleventh E. Ohio: South Western Cengage Learning.
- Cadbury, Committee. 1992. "The Financial Aspects of Corporate Governance." *Report of The Committee*.
- Cipta, Nadzirah; Yudiantmaja; 2016. "Pengaruh Ukuran Perusahaan Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal." *e-Journal Bisma Universitas Pendidikan Ganesha Jurusan Manajemen* 4.
- Deloof, Marc. 2000. "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?" *Journal of Business Finance and Accounting* 30(3–4): 573–88.
- Dittmar, Amy; Mahrt-Smith, Jan. 2007. "Corporate Governance and The Value of Cash Holdings." *Journal of Financial Economics* 83(3): 599–634.
- Effendi, Muh Arief. 2009. *The Power of Good Corporate Governance: Teori Dan Implementasi*.
- Eisenhardt, M. 1989. "Building Theories from Case." *Academy of Management Review* 14(4): 532–50.
- Ferreira, Miguel A; Vilela, Antonio S. 2004. "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries." *European Financial Management* 10(2): 295–319.
- Ghozali, Imam. 2009. *Ekonometrika Teori, Konsep Dan Aplikasi Dengan SPSS 17*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- . 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 21*. 7th ed. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gill, Amarjit; Shah, Charul. 2012. "Determinants of Corporate Cash Holdings : Evidence from Canada." *International Journal of Economics and Finance* 4(1): 70–79.
- Gill, Amarjit S, and Nahum Biger. 2012. "The Impact of Corporate Governance on Working Capital Management Efficiency of American Manufacturing Firms." *Managerial Finance* 39: 16–132.
- Harris, Andrew. 2005. "Working Capital Managemen: Difficult, But Rewarding." *Financial Executive* 21(4): 52–54.

- Hasan, A; Butt, S.A. 2009. "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies." *International Journal of Business Management* 4(2): 50–57.
- Herawaty, Susiana Arleen. 2007. "Analisis Pengaruh Independensi, Mekanisme Corporate Governance Dan Kualitas Audit Terhadap Integritas Laporan Keuangan."
- Husnan, Suad; Hanafi, Mamduh M; Wibowo, Amin. 1996. "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham Dan Variabilitas Tingkat Keuntungan."
- Jensen, Michael C; Meckling, William H. 1976. "Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–60.
- Kajola, Sunday O. 2008. "Corporate Governance and Firm Performance : The Case of Nigerian Listed Firms." *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* 14(14): 16–28.
- Klein, April. 2002. "Audit Committe, Board of Director Characteristics and Earnings Management." *Journal of Accounting and Economics* 33(2): 375–400.
- Kyereboah-Coleman, Anthony. 2008. "Corporate Governance and Firm Performance in Africa : A Dynamic Panel Data Analysis." *Studies in Economics and Econometrics* 32(2): 1–24.
- Lazaridis, Ioannis; Tryfonidis, Dimitrios. 2006. "The Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in The Athens Stock Exchange." *Journal of financial management and analysis* 19(1): 1–12.
- Lee, Edward; Powell, Ronan. 2011. "Excess Cash Holdings and Shareholder Value." *Accounting and Finance* 51(2): 549–74.
- Lipton, Martin; Lorsch, Jay W. 1992. "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance." *The Business Lawyer*: 59–77.
- Magdi, R; Nadereh, C. 2002. "Corporate Governance Practice and Performance." *Dave Publishers, New York*.
- Monks, Robert A.G; Minow, Nell. 2011. *Corporate Governance 5th Edition*.
- Niu, Xiaoyan. 2008. "Theoretical and Practical Review of Capital Structure and Its Determinants." *International Journal of Business Management* 3(3): 133–39.
- Nurgiyantoro, Burhan. 2004. *Statistik Terapan Untuk Penelitian Ilmu-Ilmu Sosial*. Yogyakarta: Gadjah Mada University Press.
- Owolabi, Sunday Ajao; Obida, Solomon Small. 2012. "Liquidity Management and Corporate Profitability: Case Study of Selected Manufacturing Companies Listed on the Nigerian Stock Exchange." *Journal of Business Management Dynamics* 2(2): 10–25.
- Pramunia, S Agy. 2010. "Pengaruh Corporate Governance Dan Financial Distressed Terhadap Luas Pengungkapan Sukarela." Universitas Diponegoro.
- Sen, Mehmet; Koksall, Can Deniz; Oruc, Eda. 2011. "Relationship Between The Efficiency of Working Capital Management and Company Size." *Akadeniz University Research Project* 12: 522–33.
- Sharbati, Arash; Aslani, Azim; Barandagh, Moh Imani. 2014. "Corporate Governance and The

Cost of Debt Financing (Borrowing) at Listed Companies in Tehran Stock.” *International Journal of Accounting Research* 1(8): 24–29.

Shin, Hyun-Han; Soenen, Luc. 1998. “Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability.” *Financial Practice and Education* 8: 37–45.

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. 1997. “A Survey of Corporate Governance.” *Journal of Finance* 52(2): 737–83.

Siallagan, Hamonangan; Machfoedz, Masud. 2006. “Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba Dan Nilai Perusahaan.” (61): 23–26.

Simsek, Z. 2007. “CEO Tenure and Organizational Performance: An Intervening Model.” *Strategic Management Journal* 28(6): 653–62.

Talat, Afza; SM, Adnan. 2007. “Determinants of Corporate Cash Holdings : A Case Study of Pakistan.” *Proceedings of Singapore Economic Review Conference (SERC)*.

Tarjo, Tarjo. 2008. “Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional Dan Leverage Terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham Serta Cost of Equity Capital.” *Simposium Nasional Akuntansi* 11.

Ujiyanto, Muh Arief; Pramuka, Bambang Agus. 2007. “Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba Dan Kinerja Keuangan.” *Simposium Nasional Akuntansi X* (6): 1–26.

Velnamby, Prof T. 2013. “Corporate Governance and Firm Performance : A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies.” *Journal of Economics and Sustainable Development* 4(3): 228–36.

Wardhani, Ratna. 2007. “Mekanisme Corporate Governance Dalam Perusahaan Yang Mengalami Permasalahan Keuangan.” *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 4(1): 95–114.

Wibisono, Yusuf. 2005. *Metode Statistika*. Yogyakarta: Gadjah Mada University Press.

Wright, T P. 1936. “Factors Affecting the Cost of Airplanes.” 3: 122–28.

Yermack, David. 1996. “Higher Market Valuation of Companies with A Small Board of Directors.” *Journal of Financial Economics* 40: 185–211.