

**MANAJEMEN MODAL KERJA BERBASIS
PERTUMBUHAN PERUSAHAAN MEMEDIASI
HUBUNGAN MEKANISME TATAKELOLA
PERUSAHAAN DAN STRUKTUR MODAL
TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN**

**(Studi Empiris pada Perusahaan-Perusahaan yang Listing di
Bursa Efek Indonesia)**

Disertasi



**AKHMADI
NIM: C5B009024**

**PROGRAM STUDI DOKTOR ILMU EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
Juni 2014**

Halaman Persetujuan

Disertasi

**MANAJEMEN MODAL KERJA BERBASIS
PERTUMBUHAN PERUSAHAAN MEMEDIASI
HUBUNGAN MEKANISME TATAKELOLA
PERUSAHAAN DAN STRUKTUR MODAL
TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN**

**(Studi Empiris pada Perusahaan-Perusahaan yang Listing di
Bursa Efek Indonesia)**

Oleh:

AKHMADI
NIM: C5B009024

Telah disetujui untuk dilaksanakan Sidang Promosi Doktor Oleh:

Promotor:

Prof. Dr. Sugeng Wahyudi, MM

Ko- Promotor

Dr. M. Chabachib, M.Si., Akt

PERNYATAAN KEASLIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Akhmadi

NIM : C5B009024

Menyatakan bahwa konten disertasi ini belum pernah digunakan untuk memperoleh gelar kesarjanaan ditempat lain. Hasil karya orang lain tidak ada yang diakui milik saya, namun beberapa pemikirannya menjadi rujukan karya ilmiah ini dan disebutkan dalam daftar pustaka.

Karya ilmiah ini sepenuhnya milik saya, oleh karena itu semua tulisan yang terdapat dalam karya ilmiah ini sepenuhnya menjadi tanggung jawab saya. Apabila dikemudian hari diindikasikan terdapat plagiat dan dapat dibuktikan secara hukum, maka saya bersedia bertanggung jawab sesuai ketentuan yang berlaku.

Semarang, Juni 2014

Yang menyatakan

AKHMADI

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

- **Setiap orang pasti memiliki kelebihan yang dapat diandalkan dalam kehidupan dibalik kekurangan yang kita miliki.**
- **Mengembangkan kelebihan itu untuk membantu sesama, lebih mulia dibanding menyesali kekurangan itu.**

Disertasi ini dipersembahkan untuk:

- Kedua orang tua tercinta yang sangat menginspirasi H. Sarodji (Alm), dan Hj. Munawaroh (Alm).
- Ibu mertua yang memberi dorongan kesabaran dan ketenangan, Hj. Unainah.
- Istri tercinta yang banyak memberikan dukungan, merawat anak-anak dan keluarga dengan penuh keihlasan dan kasih sayang, Eli Amaliyah, SPd.M.Kes.
- Anak-anaku yang sangat dibanggakan: Bagus Firmansyah, Rizki Rahmatullah, Ananda Anugerah, dan Mohammad Malikul Saleh.
- Almamaterku civitas akademika Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro.

KATA PENGANTAR

Syukur alhamdulillah penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas segala rahmat dan idayahnya sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi yang berjudul Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan Memediasi Hubungan Mekanisme Tatakelola Perusahaan dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan, Studi Empiris Pada Perusahaan-Perusahaan yang Listing Di Bursa Efek Indonesia. Disertasi ini merupakan tugas akhir dan persyaratan untuk menyelesaikan studi pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.

Pada kesempatan ini penulis dengan kerendahan hati dan penuh keihlasan menyampaikan banyak terima kasih kepada:

1. Rektor Universitas Diponegoro Prof. Sudharto P Hadi, MES.,Ph.D dan Direktur Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Prof.Dr.dr. Anies, M.Kes.,PKK yang telah memberikan kesempatan dan dukungan fasilitas studi pada Program Pascasarjana Universitas Diponegoro.
2. Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Prof.Drs. Mohamad Nasir, M.Si., Ph.D., Akt dan Ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Prof.Dr. Augusty Tae Ferdinand.,MBA yang telah memberikan kesempatan, fasilitas studi pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro.
3. Prof.Dr.Sugeng Wahyudi, MM, selaku promotor; dengan keihlasan, ketulusan dan kerendahan hati penulis mengucapkan terima kasih atas waktu, tenaga, pemikiran, motivasi dan kesabaran yang sudah diberikan dalam proses bimbingan, sehingga banyak memberikan inspirasi, ketajaman analisa dan interpretasi dalam penyelesaian disertasi ini.
4. Dr.M. Chabachip, M.Si.,Akt selaku co promotor, dengan keihlasan, ketulusan dan kerendahan hati penulis mengucapkan terima kasih atas waktu, sumbangan pemikiran berupa konsep, metodologi, sistematika yang memberikan pencerahan kepada penulis.

5. Prof.Dr. Imam Ghozali, M.Com, dan Dr. Tarmizi Achmad, MBA., Ph.D., Serta Dr. Harjum Muharam,ME, dan Dr. Tri Purwani,SE.,MM, selaku dosen penguji yang telah memberikan masukan yang kritis demi menyempurnakan disertasi ini.
6. Seluruh Dosen Program Studi Doktor ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah memberikan pencerahan dan lebih luas dalam berfikir selama studi di Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro.
7. Rektor Universitas Sultan Ageng Tirtayasa Prof Dr.H. Sholeh Hidayat, M.Pd, dan Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sultan Ageng Tirtayasa H. Wawan Prahiawan, SE.,MM beserta jajarannya yang telah memfasilitasi, memberikan izin untuk melanjutkan studi pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro.
8. Istri tercinta dan yang dibanggakan Eli Amaliyah, SPd.,M.Kes yang telah penuh ikhlas dan kesabaran memberikan dukungan, menjaga dan membimbing anak-anaku dengan penuh kasih sayang. Juga kepada anak-anaku Bagus Firmansyah, Rizki Rahmatullah, Ananda Anugerah dan Mohamad Malikul Saleh yang telah melengkapi rasa syukur, kebanggaan dan kebahagiaan penulis.
9. Kedua orang tua tercinta yang sangat menginspirasi H. Sarodji (Alm), dan Hj. Munawaroh (Alm).
10. Rekan-rekan seperjuangan pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro angkatan IV JSM; Dr.H.Fauji, Dr.Elvin Bastian, Dr AAn khurosani dan rekan-rekan lainnya yang telah bahu-membahu memberikan suasana akademis yang membangun.
11. Rekan–rekan staf pada Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro; Mas BJ, Mas Pahmi, Mbak lina, dan mas Supri yang telah membantu mulai dari perkuliahan hingga penyusunan disertasi.
12. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu-persatu yang telah memberikan dorongan, fasilitas dan inspirasi kepada penulis.

Penulis menyadari bahwa disertasi ini masih belum sempurna, saran dan kritik yang membangun sangat diharapkan demi penyempurnaan disertasi ini. Semoga penelitian ini dapat bermanfaat untuk semua pihak dan memberikan perkembangan bagi bidang ilmu manajemen.

Semarang, Juni 2014

Penulis

AKHMADI

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini secara konseptual untuk mengembangkan pendekatan-pendekatan teoritikal baru dalam usaha untuk mengatasi gap yang ada, baik secara konseptual maupun empiris tentang pengaruh mekanisme tatakelola perusahaan terhadap kinerja perusahaan, dan pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan.

Populasi dalam penelitian ini mencakup perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007 sampai dengan 2011 yang menyajikan laporan keuangan lengkap, yaitu sebanyak 307 perusahaan. Jumlah sampel penelitian ditetapkan 154 perusahaan yang ditentukan dengan teknik *systematic sampling*. Teknik analisis untuk menguji seluruh hipotesis menggunakan *path analysis* melalui software AMOS 16.

Penelitian menghasilkan bukti empirik bahwa manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP) mampu mengatasi kesenjangan (gap) konseptual dan empirik tentang pengaruh mekanisme tatakelola perusahaan terhadap kinerja perusahaan, dan pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan. Penelitian menghasilkan temuan: (1) manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP) memediasi pengaruh komisaris independen terhadap kinerja perusahaan; (2) manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP) memediasi pengaruh ukuran dewan komisaris (BSIZE) terhadap kinerja perusahaan (KP); (3) ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap kinerja perusahaan; (4) manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan memediasi pengaruh leverage (LV) terhadap kinerja perusahaan (KP); (5) manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan memediasi pengaruh ukuran dewan komisaris (BSIZE) dan leverage (LV) terhadap kinerja perusahaan (KP); (6) jalur pengaruh tidak langsung yang paling baik adalah $BIND \rightarrow MKBP \rightarrow KP$.

Kata kunci: Manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan; komisaris independen; ukuran dewan komisaris; *leverage*; kinerja perusahaan..

ABSTRACT

The purpose of this research is to develop a conceptual theoretical approaches in an effort to address new gaps, both conceptually and on empirical about the influence of corporate governance mechanisms on firm performance, and Influence of capital structure on firm performance.

The population in this study include companies listed in Indonesia Stock Exchange from 2007 to 2011 serving the complete financial statements, as many as 307 companies. The number of samples set 154 research company specified with a bunch of systematic sampling. Analysis techniques to examine the entire hypothesis using path analysis via AMOS 16 software.

Research produces empirical evidence that growth based working capital management (MKBP) were able to overcome the gap (gap) conceptual and empirik about the influence of corporate governance mechanisms on firm performance, and about influence of capital structure on firm performance. The findings of the study are: (1) company growth based working capital management (MKBP) mediates the effect of board independen on firm performance; (2) company growth based working capital management (MKBP) mediates the effect of board size (BSIZE) on firm performance (FP); (3) board size influence to firm performance; (4) company growth based working capital management (MKBP) mediates the effect of leverage (LV) on firm performance; (5) company growth based working capital management mediates the effect of board size (BSIZE) and leverage (LV) on firm performance (KP) (6) the goodnes of Indirect path are $BIND \rightarrow MKBP \rightarrow KP$.

Keywords: Company growth based working capital management; board independen; board size; leverage; firm performance.

INTISARI

1. Pendahuluan

Penelitian ini berpijak dari masalah berupa kesenjangan (gap) hasil penelitian sebelumnya mengenai pengaruh mekanisme corporate governance terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu masalah penelitian yang diajukan adalah: "bagaimana membangun model teoritikal untuk mengisi kesenjangan pengaruh mekanisme corporate governance terhadap kinerja perusahaan?". Model teoritikal yang dikembangkan untuk penelitian ini mengusulkan konsep baru yang diderivasi dari sintesa perputaran modal kerja dan pertumbuhan penjualan. Konsep yang diusulkan mengarahkan pada kemampuan modal kerja (aktiva lancar) mendukung pertumbuhan penjualan, sehingga meningkatkan kinerja perusahaan. Konsep yang diusulkan adalah manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan.

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian, adalah: (1) mendapatkan bukti empirik, dan menganalisis: (1) pengaruh mekanisme tatakelola perusahaan terhadap kinerja perusahaan; (2) peran mediasi manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan pada pengaruh mekanisme tatakelola perusahaan terhadap kinerja perusahaan, (3) pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan, (4) peran mediasi manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan pada pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan, (5) peran mediasi manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan pada pengaruh mekanisme tatakelola perusahaan dan struktur modal terhadap kinerja perusahaan.

2. Usulan Model Teoritikal Dasar

2.1 State of the Art Proposisi Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan

Pentingnya manajemen modal kerja telah diisyaratkan oleh beberapa pakar manajemen keuangan. (Sagan 1955), menekankan perlunya pengelolaan account

modal kerja dan memperingatkan bahwa hal itu sangatlah bisa mempengaruhi kesehatan perusahaan. (Sagan 1955), berkonsentrasi terutama pada komponen modal kerja kas. Menunjukkan bahwa tugas manajer keuangan adalah untuk menyediakan dana dan bila diperlukan menginvestasikan dana tersebut sementara surplus yang mungkin menguntungkan, dengan mempertimbangkan kebutuhan keamanan dan likuiditas dana dengan memeriksa risiko dan return dari berbagai peluang investasi. (Horne dan Wachowicz, Jr 1997), menterjemahkan manajemen modal kerja sebagai administrasi aktiva lancar perusahaan dan pendanaan yang dibutuhkan untuk mendukung aktiva lancar.

Kemampuan manajemen modal kerja untuk setiap perusahaan tidak sama atau sangat beragam, sehingga timbul kebutuhan setiap perusahaan untuk efektivitasnya. Kefektifan modal kerja diukur dari tingkat perputaran modal kerja, yaitu rasio antara penjualan dengan rata-rata aktiva lancar. Hal yang sama dikemukakan (Sartono 2010), yang menjelaskan bahwa keefektifan modal kerja diukur dengan tingkat perputaran modal kerja yaitu rasio antara *net sales* dengan *current asset* atau *average current asset*. (Horne dan Wachowicz Jr 1997), berpendapat bahwa manajemen modal kerja mendasari 2 keputusan penting bagi perusahaan. Manajemen modal kerja merupakan penentu dari; (1) tingkat optimal dari investasi pada aktiva lancar, dan (2) perpaduan yang sesuai antara pembiayaan jangka panjang yang digunakan untuk mendukung investasi pada aktiva lancar.

Konsep pertumbuhan perusahaan, mengacu pada (Hamption 1993), yang menjelaskan bahwa manajer keuangan percaya bahwa pertumbuhan perusahaan meningkatkan ukuran dan aktivitas perusahaan dalam jangka panjang. Pertumbuhan menyiratkan ekspansi dari kegiatan perusahaan dalam hal penjualan, keuntungan dan aset. Menurut (Hamption 1993), ada dua jenis pertumbuhan perusahaan yang telah diidentifikasi di bidang manajemen keuangan yaitu pertumbuhan internal dan pertumbuhan eksternal. Pertumbuhan internal adalah kemampuan perusahaan untuk meningkatkan penjualan dan memperluas operasi sendiri. Sedangkan berikutnya pertumbuhan eksternal berarti bahwa ia memiliki potensi untuk memperoleh operasi dari perusahaan lain. (Hamption 1993)

menggunakan tiga ukuran untuk mengukur pertumbuhan perusahaan seperti peningkatan penjualan, peningkatan keuntungan dan peningkatan aset.

Beberapa hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap manajemen modal kerja dikemukakan oleh (Moussawi, LaPlante et al. 2006), (Wilson and Nathalie 2009), (Zariyawati, Annuar et al. 2009), membuktikan bahwa pertumbuhan penjualan merupakan faktor yang mempengaruhi manajemen modal kerja. Hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja perusahaan dijelaskan oleh (Al-Mwalla 2012), (Kaddumi and Ramadan 2012), (Rimo and Panbunyuen 2010), yang membuktikan bahwa manajemen modal kerja berpengaruh positif terhadap profitabilitas. Hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dikemukakan oleh (Hayajneh and Yassine 2011), membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas.

2.2 Proposisi Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan

Manajemen modal kerja diterjemahkan sebagai administrasi aktiva lancar perusahaan dan pendanaan yang dibutuhkan untuk mendukung aktiva lancar (Van Horn and Wachowicz 1997). Pendapat senada dikemukakan oleh (Weston and Copeland 1997), yang menterjemahkan manajemen modal kerja sebagai analisis saling hubungan antara aktiva lancar dengan kewajiban lancar. Modal kerja diklasifikasikan ke dalam modal kerja kotor dan modal kerja bersih. Modal kerja kotor diterjemahkan sebagai investasi perusahaan dalam aktiva lancar (seperti kas, sekuritas, piutang dan persediaan). Sedangkan modal kerja bersih diterjemahkan sebagai aktiva lancar dikurangi kewajiban lancar (Horn and Wachowicz 1997).

Berdasarkan beberapa pengertian tersebut, dapat disimpulkan bahwa manajemen modal kerja merupakan pengelolaan terhadap aktiva lancar dan sumber pendanaan jangka pendek yang mendukung likuiditas perusahaan. Untuk mencapai tingkat likuiditas yang diinginkan, aktiva lancar harus memenuhi unsur likuiditas atau mudah dirubah menjadi tunai. Tingkat keefektivan modal kerja

dapat diukur dari seberapa besar kemampuannya dalam menghasilkan penjualan atau pendapatan bagi perusahaan. Instrumen yang dapat digunakan untuk mengukurnya adalah perputaran modal kerja (Sartono 2010), yaitu rasio antara net sales dengan current asset atau average current asset. Menunjukkan kemampuan aktiva lancar atau rata-rata aktiva lancar menghasilkan penjualan bagi perusahaan.

Mengelola modal kerja dengan instrumen perputaran modal kerja memiliki kendala, karena unsur-unsur dalam aktiva lancar memiliki tingkat likuiditas yang berbeda-beda. Unsur utama aktiva lancar, yaitu kas memiliki karakteristik paling tinggi likuiditasnya. Efek dan piutang likuiditasnya lebih cepat. Sedangkan persediaan memiliki sifat likuiditas paling lambat. Tingkat perputaran modal kerja yang tinggi tidak selalu sinergi dengan peningkatan ketersediaan kas sebagai penopang utama likuiditas perusahaan. Penjualan secara tunai tentu dapat mendorong peningkatan kas, namun penjualan secara kredit tidak serta-merta menambah kas, karena akan timbul piutang dahulu sebelum menjadi tunai atau kas. Sementara persediaan membutuhkan waktu paling lama untuk menjadi tunai.

Pertumbuhan perusahaan, menyiratkan ekspansi dari kegiatan perusahaan dalam hal penjualan, keuntungan dan aset (Hamption, 1993). Selanjutnya (Hamption, 1993), menjelaskan bahwa manajer keuangan percaya bahwa pertumbuhan perusahaan meningkatkan ukuran dan aktivitas perusahaan dalam jangka panjang. (Hamption, 1993) lebih lanjut mengklasifikasikan pertumbuhan perusahaan ke dalam dua jenis, yaitu pertumbuhan internal dan pertumbuhan eksternal. Pertumbuhan internal adalah kemampuan perusahaan untuk meningkatkan penjualan dan memperluas operasi sendiri. Sedangkan pertumbuhan eksternal berarti bahwa ia memiliki potensi untuk memperoleh operasi dari perusahaan lain.

Pertumbuhan internal, pada penelitian ini mengambil unsur pertumbuhan penjualan yang diukur dengan rasio antara penjualan bersih pada tahun tertentu (t) dengan penjualan bersih pada tahun sebelumnya (t_0). Untuk mengupayakan pertumbuhan penjualan pada kenyataannya tidak mudah diwujudkan. Berbagai kendala dapat terjadi, antara lain perputaran persediaan dan perputaran piutang

rendah. Dengan kinerja aktiva lancar seperti ini pertumbuhan penjualan tentu sulit diwujudkan. Dengan demikian, mempertimbangkan kelemahan yang ada pada perputaran modal kerja sebagai instrumen dalam manajemen modal kerja dan pertumbuhan penjualan sebagai instrumen dalam pertumbuhan perusahaan, perlu dilakukan sintesa antara keduanya. Sintesa ini diharapkan dapat menutupi kelemahan yang ada pada perputaran modal kerja dan pertumbuhan penjualan.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan pernyataan proposisi, yaitu sebagai berikut:

Proposisi:

“Manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan, adalah sintesa dari perputaran modal kerja dan pertumbuhan penjualan yang menunjukkan kemampuan aktiva lancar pada tahun t_0 (sebelumnya) menghasilkan penjualan bersih pada tahun t (tertentu). Manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan memediasi pengaruh mekanisme tatakelola perusahaan terhadap kinerja perusahaan”.

2.3. Model Theoritik Dasar

Model teoritik dasar dalam penelitian ini dibentuk berdasarkan proposisi yang telah dirumuskan sebelumnya, dan faktor yang mempengaruhinya, serta akibat yang ditimbulkannya. Variabel-variabel tersebut adalah tatakelola perusahaan (*corporate governance*), struktur modal, manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan, dan kinerja perusahaan.

Agency theory mengarahkan dirinya pada analisis pengendalian manajemen terhadap berbagai bentuk hubungan kontraktual antara pemilik (*principals*) dengan perwakilan (*agents*) yang ditunjuk oleh *principals* untuk mewakilinya pada transaksi. (Jensen and Meckling 1976) melihat hal ini berkenaan dengan penyalahgunaan kebijakan yang sudah didelegasikan *principals* kepada *agents*, tetapi *agents* dengan kecurangan yang diperbuatnya merusak kepentingan *principals*. Pada *Agency Theory*, kerugian yang dialami oleh *principals* dapat dicegah lewat pengendalian secara ketat terhadap *agents*, monitoring dan sanksi, atau lewat perikatan (*bonding*). (Jensen and Meckling 1976), menyatakan bahwa untuk mengatasi masalah keagenan ini dan untuk

mengurangi *agency cost* yang muncul, diperlukan suatu mekanisme kontrol dan menyelaraskan kepentingan antara manajer, *stockholders* dan *steikholders*. Hal yang terpenting dari sistem kontrol adalah kekuatan penuh dewan direktur yang terbentuk secara mandiri, terbentuk dari pihak-pihak luar yang mengawasi para eksekutif atas nama pemegang saham (Fama dan Jensen, 1983, dalam Donaldson, 1995). Upaya untuk mengatasi masalah keagenan ini menimbulkan konsekuensi biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*) yang akan ditanggung, baik oleh principal maupun agen. (Jensen and Meckling 1976), mengklasifikasikan biaya keagenan ke dalam tiga kelompok, yaitu *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual cost*.

Trade-off teory diungkapkan oleh (Myers 2001), yang menyatakan bahwa “perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya kesulitan keuangan (*Financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau reorganization, dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. Dalam *Trade-off theory* menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagaiimbangan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*). *Trade-off theory* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka trade-off antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak.

Teori ketergantungan sumber daya awalnya diperkenalkan oleh (Pfeffer 1972) dan (Pfeffer dan Salancik 1978). (Pfeffer dan Salancik 1978), mengatakan bahwa mereka yang menguasai sumber daya yang vital atau bisa mengurangi

ketidakpastian dalam hubungannya dengan organisasi lain akan memiliki kekuatan (*power*) yang paling besar. Dalam pandangan (Pfeffer dan Salancik 1978), (dalam Gundono 2012), kemampuan untuk mengendalikan alokasi sumber daya adalah sumber kekuatan. Kekuatan tersebut bisa muncul dalam bentuk-bentuk: (1) penguasaan atas sumber daya; (2) kepemilikan atas sumber daya; (3) kendali atas akses terhadap suatu sumber daya; (4) kendali atas pemakaian sumber daya; (5) kemampuan meregulasi sumber daya

Corporate governance menurut (Cadbury 1992), diterjemahkan sebagai system yang mengarahkan dan mengendalikan korporasi dengan tujuan agar tercapai keseimbangan antara kekuatan wewenang yang diperlukan perusahaan untuk menjamin eksistensinya dan pertanggung jawaban mereka kepada steikholders, dengan pengaturan hubungan pemegang saham, direktur, manajer, kreditur, pemerintah, karyawan, dan para steikholders lain. OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development*) dalam publikasinya mengenai prinsip-prinsip *corporate governance* (Juni 1999, direvisi April 2004), menjelaskan bahwa *corporate governance* dan fungsinya mencakup serangkaian tata hubungan anantara manajemen perusahaan, dewan pengurus, pemegang saham dan stakeholder lainnya. Prinsip-prinsip tatakelola perusahaan menurut PERMEN BUMN No.PER- 01/MBU/2011, adalah: Transparansi (*transparency*), Akuntabilitas (*accountability*), Pertanggungjawaban (*responsibility*), Kemandirian (*independency*), dan Kewajaran (*fairness*). Struktur tatakelola perusahaan tercermin dalam organ perusahaan, yaitu seperti Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), Dewan Komisaris, dan Direksi (Pedoman Umum GCGI 2006). Dewan komisaris adalah bagian dari organ perusahaan yang bertugas dan bertanggungjawab secara kolektif untuk melakukan pengawasan terhadap pengelolaan perusahaan yang dilaksanakan oleh manajemen (direksi), dan bertanggung jawab untuk menentukan apakah manajemen memenuhi tanggung jawab mereka dalam mengembangkan dan menyelenggarakan pengendalian intern perusahaan (KNKG 2006). Komisaris independen didefinisikan sebagai anggota komisaris yang: (i) berasal dari luar emiten atau perusahaan publik, (ii) tidak mempunyai saham langsung maupun tidak langsung

pada perusahaan, (iii) tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan emiten atau perusahaan publik, komisaris, direktur, atau pemegang saham utama dari emiten atau perusahaan publik, (iv) dan tidak memiliki hubungan usaha baik langsung maupun tidak langsung yang berkaitan dengan kegiatan usaha emiten atau perusahaan (Keputusan Ketua Bapepam No:Kep- 29/PM/2004).

Struktur modal adalah sangat penting. Menurut (Keown, et all 2005), struktur modal (capital structure) adalah bauran sumber-sumber dana jangka panjang yang digunakan perusahaan. Menurut (Weston dan Brigham 1990), utang memiliki dua keuntungan. Pertama, bunga yang dibayarkan dapat dipotong untuk tujuan pajak, sehingga menurunkan biaya efektif utang. Kedua, pemegang utang (*debtholder*) mendapat pengembalian yang tetap, sehingga pemegang saham (*stakeholder*) tidak perlu mengambil bagian laba mereka ketika perusahaan dalam kondisi prima.

Modal kerja adalah salah satu investasi penting yang dapat memberikan kontribusi pada peningkatan kinerja perusahaan, namun mengelola modal kerja jauh lebih penting. (Weston dan Brigham 1990), menterjemahkan modal kerja sebagai investasi perusahaan pada aktiva jangka pendek ; kas, sekuritas yang mudah dipasarkan, persediaan, dan piutang usaha. Selanjutnya (Weston dan Brigham 1990), mengemukakan bahwa modal kerja dapat diklasifikasikan ke dalam dua konsep utama, yaitu modal kerja bruto (*gross working capital*) dan modal kerja bersih (*net working capital*). Modal kerja bruto tidak lain adalah aktiva lancar, sedangkan modal kerja bersih adalah aktiva lancar dikurangi kewajiban lancar. Konteks lain yang juga penting berkaitan dengan modal kerja adalah manajemen modal kerja. (Horne dan Wachowicz, Jr 1997), menterjemahkan manajemen modal kerja sebagai administrasi aktiva lancar perusahaan dan pendanaan yang dibutuhkan untuk mendukung aktiva lancar. Beberapa alasan pentingnya manajemen modal kerja dikemukakan oleh (Weston dan Brigham 1990), yaitu; 1) survey menunjukkan bahwa hampir semua manajer keuangan mencurahkan sebagian besar waktunya untuk operasi internal sehari-hari, 2) aktiva lancar merupakan bagian yang cukup besar dari total aktiva, umumnya berkisar 40 persen, 3) pengelolaan modal kerja, khususnya penting bagi

perusahaan kecil, dan 4) pertumbuhan penjualan mempunyai hubungan erat dan langsung dengan investasi dalam bentuk aktiva lancar. Kefektifan manajemen modal kerja perusahaan diukur menggunakan indikator perputaran modal kerja atau *working capital turnover (WCTO)* yang diterjemahkan sebagai rasio net sales terhadap current asset, (Sartono 2010).

Kinerja perusahaan merupakan tingkat pencapaian prestasi perusahaan yang diukur dalam bentuk hasil-hasil kerja. Berbagai ukuran kinerja perusahaan sangat beragam digunakan, tergantung dari status perusahaannya. Menurut (Djohanputro 2008), ukuran kinerja perusahaan, dari aspek keuangan, dapat menggunakan ukuran harga saham, bisa menggunakan ukuran rasio-rasio keuangan perusahaan. Rasio keuangan atau rasio finansial biasanya dirancang untuk memperlihatkan hubungan di antara perkiraan-perkiraan laporan keuangan. Perhitungan rasio ini digunakan karena dengan cara ini akan diperoleh perbandingan yang lebih berguna dari pada melihat angkanya saja. (Weston dan Brigham 1990), membagi rasio finansial ke dalam 5 rasio, yaitu: rasio likuiditas, rasio pengelolaan aktiva, rasio pengelolaan utang, rasio profitabilitas, dan rasio nilai pasar. Sementara (Horne dan Wachowicz Jr 1997), membagi rasio finansial ke dalam: rasio likuiditas, rasio pengungkit keuangan (rasio hutang), rasio aktivitas, dan rasio laba. Riset-riset dewasa ini yang mengkaji tentang kinerja perusahaan dari aspek finansial (khususnya kinerja finansial), ukuran kinerja perusahaan umumnya menggunakan rasio-rasio profitabilitas dan rasio pasar untuk mengukur kinerja perusahaan. Sebagaimana dalam riset-risetnya (Hayajneh and Yassine 2011), (Al-Mwalla 2012), (Kaddumi and Ramadan 2012).

Mengukur kinerja operasi perusahaan dapat dilakukan melalui rasio *return on assets (ROA)*. (Horne dan Wachowicz. Jr (1997), menjelaskan bahwa *return on asset rasio* merupakan kemampuan dasar menghasilkan laba (*basic earning power ratio*), yaitu rasio yang menunjukkan kemampuan aktiva perusahaan untuk menghasilkan laba operasi. *Return on assets (ROA)* atau *basic earning power ratio* dihitung dengan membagi laba sebelum bunga dan pajak (*EBIT*) dengan total aktiva. Secara matematis dirumuskan sebagai berikut (Horne dan Wachowicz. Jr (1997):

$$\text{basic earning power rasio} = \frac{EBIT}{\text{Total Aktiva}}$$

(Djohanputro 2008), *return on asset (ROA)* dapat dihitung dengan dua cara, yaitu secara *before tax ROA* atau *after tax ROA* berikut:

$$\text{before tax ROA} = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Total Asset}}$$

$$\text{after tax ROA} = \frac{\text{Laba Operasi}(1-t)}{\text{Total Asset}}$$

Secara empirik hubungan antara *corporate governance* dengan manajemen modal kerja diantaranya dijelaskan dalam risetnya (Mousawi, et.all 2006), (Bokpin, et all 2011), (Gill & Shah 2012), yang membuktikan bahwa tatakelola perusahaan berpengaruh positif terhadap manajemen modal kerja. Hubungan antara *corporate governance* dengan pertumbuhan perusahaan, dijelaskan dalam risetnya (Ramaswamy, et all 2008), (Fadun, 2013), yang membuktikan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif terhadap pertumbuhan perusahaan.

Pengaruh tatakelola perusahaan terhadap struktur modal, secara empiris disajikan dalam penelitian (Ahmed and Wang 2012), (Yinusa and Yisau 2012), (Heng, Azrbaijani et al. 2012), yang membuktikan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hubungan tatakelola perusahaan dengan kinerja perusahaan, dijelaskan dalam risetnya, (Ammann, Oesch et al. 2010), (Adams and Mehran 2011), (Manaseer, Al-Hindawi et al. 2012), (Kim, Jae Min Cha et al. 2012), (Yasser, Enteban et al. 2011) yang membuktikan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Hubungan antara struktur modal dengan manajemen modal kerja disajikan antara lain dalam risetnya (Sarlija and Harc 2012), (Gill and Shah 2012), (Ogundipe, Ogundipe et al 2012), yang membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap manajemen modal kerja. Hubungan struktur modal dengan pertumbuhan perusahaan dijelaskan dalam risetnya (Ghosh and Jain 2000), (Gill and Mathur 2011), dan (Bei and Wijewardana 2012), yang

membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap pertumbuhan perusahaan. Hubungan struktur modal dengan kinerja perusahaan disajikan dalam risetnya (Abu-Rub 2012), (Ahmad, Abdullah et al. 2012), (Kwangmin Park and Jang 2013) yang membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Hubungan manajemen modal kerja dengan kinerja perusahaan disajikan dalam risetnya (Bhutto, Abbas et al. 2011), (Kaddumi dan Ramdan 2011), (Abujayed, 2012) yang membuktikan bahwa manajemen modal kerja berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Sementara, hubungan pertumbuhan perusahaan dengan kinerja perusahaan disajikan dalam risetnya (House and Benefield 1995), (Amouzesh, Moeinfar et al. 2011), yang membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Berdasarkan hubungan antara konsep dan bukti empiris dari riset sebelumnya, mekanisme *corporate governance* menjadi faktor penting untuk mendorong manajemen memperkuat manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan, sehingga memberikan kontribusi pada peningkatan kinerja perusahaan. Model teoritikal ini diharapkan dapat menyelesaikan kesenjangan yang terjadi pada pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan.

3. Kesimpulan

3.1. Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis

- a. Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- b. Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif signifikan terhadap manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan
- c. Manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan memediasi pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap kinerja perusahaan.
- d. Komisaris independen berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Mengindikasikan kegagalan komisaris independen (BIND) melakukan kontrol terhadap direksi dan menyeimbangkan

- kepentingan berbagai stakeholder perusahaan. Kegagalan tersebut disebabkan karena : (1) relatif kecilnya proporsi komisaris independen dibanding komisaris terafiliasi; (2) terbatasnya akses informasi
- e. Komisaris independen berpengaruh positif signifikan terhadap manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan.
 - f. Manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan memediasi pengaruh komisaris independen terhadap kinerja perusahaan.
 - g. leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Mengindikasikan rasio utang sudah berada pada posisi di atas tingkat optimalnya sehingga kebijakan meningkatkan utang sangat berbahaya bagi perusahaan, karena utang akan melahirkan beban bunga yang sangat membebani laba operasi sehingga berdampak buruk pada kinerja perusahaan
 - h. *Leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan.
 - i. Manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan memediasi pengaruh *leverage* terhadap kinerja perusahaan.
 - j. Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*
 - k. Manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan memediasi pengaruh ukuran dewan komisaris dan *leverage* terhadap kinerja perusahaan.

3.2. Kesimpulan Dari Masalah Penelitian

Berdasarkan pembahasan terhadap hasil pengujian hipotesis dihasilkan beberapa alternatif jawaban yang mampu mengisi gap yang ada dari pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan, yaitu sebagai berikut:

- a. Alternatif pertama, mekanisme *corporate governance* yang diproksi dengan komisaris independen (BIND) mampu meningkatkan kinerja

perusahaan (KP) melalui manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP), sebagaimana didukung bukti empiris H5 dan H6.

- b. Alternatif kedua, mekanisme *corporate governance* yang diproksi dengan ukuran dewan komisaris (BSIZE) mampu meningkatkan kinerja perusahaan (KP) melalui manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP). Hasil didukung bukti empiris H1, H2 dan H3.
- c. Alternatif ketiga, mekanisme *corporate governance* yang diproksi dengan ukuran dewan komisaris (BSIZE) dan struktur modal yang diproksi dengan *leverage (LV)* mampu meningkatkan kinerja perusahaan melalui manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP), sebagaimana didukung bukti empiris H8, H9, H10, H11.

4. Temuan Penelitian

Penelitian telah menghasilkan beberapa temuan penting, yaitu: (1) manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP) memediasi pengaruh komisaris independen terhadap kinerja perusahaan. Mengindikasikan bahwa komisaris independen (BIND) memberikan penguatan pada manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan sehingga meningkatkan kinerja perusahaan; (2) Manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP) memediasi pengaruh ukuran dewan komisaris (BSIZE) terhadap kinerja perusahaan. Mengindikasikan bahwa ukuran dewan komisaris (BSIZE) memberikan penguatan pada manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan, dan penguatan tersebut mendorong meningkatkan kinerja perusahaan; (3) ukuran dewan komisaris (BSIZE) berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Mengindikasikan bahwa ukuran dewan komisaris (BSIZE) secara langsung mendorong peningkatan kinerja perusahaan; (4) Manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP) memediasi pengaruh leverage (LV) terhadap kinerja perusahaan (KP). Mengindikasikan bahwa leverage memperkuat posisi manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan, disamping karena adanya penghematan pajak disamping tambahan kucuran dana dari utang,

sehingga meningkatkan kinerja perusahaan; (5) manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan memediasi pengaruh ukuran dewan komisaris (BSIZE) dan leverage (LV) terhadap kinerja perusahaan (KP). Mengindikasikan bahwa ukuran dewan komisaris (BSIZE) yang besar mendorong peningkatan leverage (LV) sehingga memperkuat manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP), penguatan tersebut mendorong peningkatan kinerja perusahaan; (6) jalur pengaruh tidak langsung yang paling baik adalah BIND→MKBP→KP. Mengindikasikan bahwa peran komisaris independen (BIND) sebagai mekanisme *corporate governance* lebih baik memberikan kontribusi pada peningkatan kinerja perusahaan (KP) dibandingkan dengan ukuran dewan komisaris (BSIZE).

5. Implikasi

Temuan hasil penelitian memberikan implikasi teoritik, yaitu:

- a. Penelitian memberikan bukti empirik bahwa : (1) manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP) memediasi pengaruh komisaris independen (BIND) terhadap kinerja perusahaan (KP); (2) manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP) memediasi pengaruh ukuran dewan komisaris (BSIZE) terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan relevansi teori ketergantungan sumber daya (Pfeffer dan Salancik 1978), bahwa kemampuan untuk mengendalikan alokasi sumber daya adalah sumber kekuatan. Selanjutnya (Hillman dan Dalziel 2003), menggunakan kerangka teori ketergantungan sumber daya menjelaskan bahwa aset dewan terdiri dari modal manusia dan modal relasional. *Board of Directors* cenderung membawa keahlian khusus mereka (seperti hukum, keuangan, asuransi, dan hubungan masyarakat), pengetahuan, dan keterampilan sebagai hasil dari akumulasi pengalaman mereka yang digunakan dalam konteks bisnis mereka sendiri atau sebagai dewan pada perusahaan besar lainnya. Hasil juga sesuai dengan teori keagenan Jensen dan Meckling (1976), bahwa untuk mengatasi masalah keagenan dan untuk mengurangi *agency cost* yang muncul, diperlukan suatu mekanisme kontrol

dan menyelaraskan kepentingan antara manajer, *stockholders* dan *steikholders*. Kemudian Fama dan Jensen, 1983, dalam Donaldson, 1995, menyatakan pula bahwa para pelaku usaha akan berupaya mengekang biaya yang tidak perlu (*residual-loss*) dengan mengawasi dan memberi sanksi terhadap para manajer melalui pemasangan sistem kontrol dan insentif. Teori ketergantungan sumber daya, *agency theory* dan teori modal kerja dan pertumbuhan perusahaan telah memberikan kontribusi pada efektifitas komisariss independen (BIND) dan ukuran dewan komisariss dalam memberikan penguatan pada manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan sehingga mampu meningkatkan kinerja perusahaan. Sebagai unsur mekanisme tatakeloa perusahaan baik BIND maupun BSIZE telah optimal melaksanakan fungsi kontrol dan menyelaraskan kepentingan antara manajer, *stockholders* dan *steikholders*, sehingga berujung pada peningkatan kinerja perusahaan.

- b. Penelitian memberikan bukti empirik bahwa manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP) memediasi pengaruh leverage (LV) terhadap kinerja perusahaan (KP). Hasil mendukung teori *trade-off* bahwa bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal, (Myers 2001). Mengindikasikan bahwa utang akan terus dibutuhkan selama menghasilkan penghematan pajak yang lebih besar dibandingkan dengan biaya kesulitan keuangan. Utang akan meningkatkan kemampuan modal kerja perusahaan untuk mendukung pertumbuhan perusahaan, sehingga meningkatkan profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian memberikan bukti relevansi *trade-off theory*, teori modal kerja dan pertumbuhan perusahaan yang telah menjadikan utang lebih bermakna bagi peningkatan kinerja perusahaan, jika diimbangi dengan pengelolaan yang baik terhadap manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan, dibandingkan jika mengabaikan manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan.

- c. Penelitian memberikan bukti empirik bahwa manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP) memediasi pengaruh ukuran dewan komisaris (BSIZE) dan leverage (LV) terhadap kinerja perusahaan (KP). Hasil sesuai dengan teori ketergantungan sumber daya dan *trade-off theory* yang mengisyaratkan bahwa ukuran dewan komisaris (BSIZE) lebih cenderung menggunakan pendanaan eksternal dari utang untuk menjaga kesejahteraan pemegang saham. Utang juga memberikan insentif pajak yang lebih besar dibanding biaya kesulitan keuangan akibat keputusan pendanaan dari utang, sehingga memperkuat posisi manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP). Hasil juga relevan dengan teori modal kerja bahwa aspek yang penting untuk mendapatkan perhatian manajemen perusahaan dari manajemen modal kerja adalah kontribusinya pada kinerja perusahaan. (Horne dan Wachowicz, Jr 1997), berpendapat bahwa manajemen modal kerja merupakan penentu dari; 1) tingkat optimal dari investasi pada aktiva lancar, dan 2) perpaduan yang sesuai antara pembiayaan jangka panjang yang digunakan untuk mendukung investasi pada aktiva lancar. Hasil memberikan bukti relevansi teori ketergantungan sumber daya, *trade-off theory* yang mengindikasikan bahwa masalah keagenan mendorong ukuran dewan komisaris yang besar cenderung mengambil kesempatan pada sumber-sumber modal eksternal yang berasal dari utang. Utang diyakini dapat mendanai biaya keagenan berkaitan aktivitas kontrol dari dewan komisaris dengan resiko penurunan return yang lebih rendah dibandingkan ekuitas. Utang juga menghasilkan penghematan pajak dan kucuran dana baru sehingga dapat memperkuat posisi modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan implikasi praktis, yaitu:

- a. Komisaris independen berpengaruh positif kinerja perusahaan (KP) dimediasi manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP). Hasil didukung bukti empiris H1, H2 dan H3. Hasil memberikan implikasi manajerial bahwa manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan (MKBP)

yang merupakan sintesa dari perputaran modal kerja dan pertumbuhan penjualan dapat digunakan sebagai strategi investasi, karena berpengaruh pada peningkatan kinerja perusahaan. Strategi dimaksud sekaligus merupakan keunggulan perusahaan yang dimiliki dan dapat digunakan untuk memenangkan persaingan.

- b. Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (KP) dimediasi modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP). Hasil didukung bukti empiris. Hasil memberikan implikasi manajerial bahwa manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP), efektif digunakan sebagai strategi dalam investasi pada perusahaan dengan ukuran dewan komisaris yang besar.
- c. Rekomendasi untuk melakukan investasi hendaknya memperhatikan tingkat efektivitas manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP), dilihat dari aspek kinerja perusahaan yang tinggi dan proporsi investasinya. Perkembangan dari komposisi dewan komisaris sebagai mekanisme *corporate governance* yang dimiliki perusahaan. Mengingat dengan dimediasi manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP) telah menunjukkan pengaruh pada peningkatan kinerja perusahaan.
- d. Temuan penelitian ini memberikan implikasi praktis bagi pemerintah maupun regulator, yaitu: (1) hasil penelitian mendukung keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-315/BEJ/06-2000 yang diperbaharui dengan keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-339/BEJ/07/-2001 butir c mengenai *board governance*. Dukungan temuan penelitian ditunjukkan dengan kemampuan ukuran dewan komisaris dan komisaris independen sebagai *proxy* mekanisme tatakelola perusahaan dalam melakukan pengawasan, dan pengendalian terhadap aktivitas manajer dalam memaksimalkan kinerja perusahaan melalui manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan (MKBP); (2) terdapat berbagai kendala dalam menerapkan *good corporate governance* di Indonesia, yaitu kendala lingkungan bisnis, hukum, politik dan budaya. Diperlukan upaya yang kolektif dan terintegrasi dari berbagai pelaku bisnis antara lain pemerintah,

regulator, perbankan, akuntan publik, untuk memasyarakatkan manfaat dan pentingnya *good corporate governance* agar dihasilkan kesadaran pentingnya menerapkan praktek tatakelola perusahaan yang baik, bagi peningkatan kinerja dan keberlangsungan usaha.

6. Keterbatasan Penelitian

Grand teoritical model yang dikembangkan dalam penelitian ini memiliki keterbatasan. Keterbatasan dimaksud adalah sebagai berikut:

- a. Model pengukuran manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan sebagai variabel mediasi masih terbatas pada sintesa antara perputaran modal kerja dan pertumbuhan perusahaan. Sintesa aspek manajemen modal kerja dan pertumbuhan perusahaan yang lainnya belum dieksplorasi.
- b. Hasil penelitian ini belum bisa menjeneralisir pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan, karena keterbatasan faktor *exogen* yang digunakan terbatas pada ukuran dewan komisarsi dan komisaris independen sebagai aspek mekanisme *corporate governance*. Aspek mekanisme *corporate governance* yang lainnya yang berpotensi berpengaruh terhadap kinerja perusahaan belum dikaji. Sementara faktor *endogen* yang digunakan terbatas pada *return on asset*. Aspek kinerja perusahaan lainnya yang berpotensi ditentukan oleh mekanisme *corporate governance* belum di kaji.

7. Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian mendatang lebih mengeksplorasi hubungan *corporate governance* dan kinerja perusahaan yang lebih universal, yaitu:

- a. Manajemen modal kerja berbasis pertumbuhan perusahaan sebagai variabel mediasi hendaknya mensintesakan *net working capital turnover* dan pertumbuhan asset.
- b. Mekanisme tatakelola perusahaan sebagai variabel *eksogen*, hendaknya mengeksplorasi *proxy* yang lain, antara lain *CEO duality*, *managerial ownership*, dan *goverment ownership*.
- c. Kinerja perusahaan sebagai variabel endogen hendaknya menggunakan *proxy* yang lain misalnya *return on equity*, *price to book value*.

SUMMARY

1. Introduction

This study rests on the problem of the gap results of previous studies on the influence of corporate governance over corporate performance. Therefore, the proposed research problem is: “how to build theoretical model to fill the gap of mechanism influence of corporate governance on corporate performance?” theoretical model developed in this study is proposing a new concept derived from the rotation synthesis of working capital and sales growth. The proposed concept leads to working capital ability (current assets) to support the growth of the sales so that it increases the corporate performance. The proposed concept is company growth based working capital management.

Objective that will be achieved in this study is to obtain and analyze empirical evidence of: (1) the influence of corporate governance mechanism on corporate performance; (2) mediation role of company growth based working capital management on mechanism of corporate governance on corporate performance; (3) influence of leverage on corporate performance; (4) mediation role of company growth based working capital management on influence of leverage on corporate performance; (5) mediation role of company growth based working capital management on influence of corporate governance mechanism and leverage over corporate performance.

2. Proposal of Basic theoretical model

2.1.State of the Art Proposition of company growth based working capital management

The importance of working capital management has been suggested by some financial management expert. (Sagan 1955), emphasized the need for working capital account management and warned that it is able to affect the health of the company. (Sagan 1955) primarily concentrated on the components of cash working capital. It shows that the responsibility of finance manager is to provide funds and if it is needed, invest the funds when

it is surplus, which may be profitable, by considering security needs and fund liquidity and by examining risk and return of various investment opportunity. (Van Horne and Wachowicz, Jr 1997), translated working capital management as administration of current assets of the company and the needed financing to support current assets.

The ability of working capital management in every company is not the same or is very diverse, therefore the need of every company for its effectiveness arises. Stated that the effectiveness of working capital is measured from the rotation rate of working capital, which is the ratio between the sales and the average of current assets. The same thing is stated by (Sartono, 2010), who explained that the effectiveness of working capital is the effectiveness of working capital which is measured by the working capital turnover, the ratio between net sales and current asset or average current asset. (Van Horne and Wachowicz Jr, 1997) stated that working capital management underlies two important decisions of the company. Management of working capital determines : (1) the optimal rate of current assets investment, and (2) the suitable combination on long term financing used to support current asset investment.

The concept of the company growth, referring to (Hampton 1993), explains that the financial manager believes that the growth of the company increases the size and activity of the company in the long run. Growth implies an expansion of the activities of the company in terms of sales, profits and assets. According (Hampton 1993), there are two types of growth companies that have been identified in the areas of financial management; internal growth and external growth. Internal growth is the company's ability to increase sales and expand their own operations. While external growth means that it has the potential to acquire operations of other companies. (Hampton 1993) used three measurements to quantify the growth of companies such as increased sales, increased profits and an increase in assets.

Some results of previous studies on the effect of company growth on working capital management by (Moussawi, LaPlante et al. 2006), (Wilson

and Nathalie 2009), (Zariyawati, Annuar et al. 2009), proves that sales growth is a factor affecting the management of working capital. Results of previous studies on the effect of working capital management on corporate performance by (Al-Mwalla 2012), (Kaddumi and Ramadan 2012), (Rimo and Panbunyuen 2010), proved that management of working capital has positive effect on profitability. Results of previous studies on the effect of corporate growth over corporate performance by (Hayajneh and Yassine 2011), proved that corporate growth has positive effect on profitability.

2.2. Proposition of Company Growth Based Working Capital Management.

Management of working capital is translated as a company current asset administration and financing needed to support current assets (Van Horne and Wachowicz , Jr. 1997). The similar opinion was stated by (Weston and Copeland 1997), who translated the working capital management as an analysis of mutual relationship between current assets and current liabilities. Working capital is classified into gross working capital and net working capital. Gross working capital is translated into corporate investment and current assets (such as cash, securities, and inventory). While net working capital is translated as current assets minus current liabilities ((Horn and Wachowicz 1997).

Based on the above descriptions, it can be concluded that working capital management is the management of current assets and short-term funding sources that support the company's liquidity. To achieve the desired level of liquidity, current assets must meet the elements of liquidity or easily converted into cash. The level of effectiveness of working capital can be measured by how much its ability to produce and to sell or to gain profit for the company. Instrument that can be used to measure it is the turnover of working capital (Sartono, 2010), ration between net sales and current assets or the average of current assets. Stated that the level of working capital turnover is the ratio between sales and the average of current assets.

There are obstacles in managing working capital and working capital turnover instrument, because the elements in current assets have different liquidity level. The main elements of current assets, cash, has the highest liquidity characteristics. The effect and receivables of liquidity is faster. Meanwhile stock has slower liquidity characteristics. The high turnover of working capital is not always having synergy with the increase of the availability of cash as the main pillar of company's liquidity. Cash sales can certainly boost the increase of cash, but credit sales does not necessarily increase cash, because the previous receivables can appear before it becomes cash. Whereas the stock needs the longest time to become cash.

The growth of the company, implies expansion of company activity in terms of sales, profit, and assets (Hampton, 1993). Furthermore (Hampton, 1993) explains that finance manager believes that the growth of the company increases the size and the activity of the company in the long term. (Hampton, 1993) further classifies the growth of the company in two types, internal growth and external growth. Internal growth is an ability of a company to increase sales and to expand its operation. While external growth is that it has potential to gain operation from other companies.

Internal growth, particularly take the element of sales increase measured with the ratio between net sales in a certain year (t) and net sales in the previous year (t_0). To pursue sales growth in reality it is not easy to be realized. Many obstacles might occur, such as the leverage of availability and the leverage of lower receivables. With this current assets performance, the sales growth is difficult to be realized. Thus, considering the weakness in the turnover of working capital as instrument in working capital management and sales growth as instrument in company growth, a synthesis in between both of them needs to be done.

Based on the above description, a statement of proposition can be formulated as follows:

Proposition:

"Company growth based working capital management, is a synthesis of the working capital turnover and sales growth demonstrating the ability of current assets in the previous year t_0 , generates net sales in a certain year t . Company growth based working capital management mediates the influence of corporate governance mechanism on corporate performance.".

2.3. Basic Theoretical Model

Basic theoretical model in this study is established based on the proposition formulated previously, and the factor that influences it, as well as the caused effects. The variables are corporate governance, management of company growth based working capital, and corporate performance.

Agency theory orients itself to the analysis of management control of the various forms of contractual relationships between owners (principals) and representatives (agents) appointed by the principals to represent him in the transaction. (Jensen and Meckling 1976) sees this policy with regard to abuse the policy delegated by the principals to the agents, but the agents, with the fraudulent which they have done, damage the interest of the principals. In the Agency Theory, the loss experienced by the principals can be prevented through the strict control over the agents, monitoring, and sanctions, or through bonding. (Jensen and Meckling, 1976) stated that in order to overcome this agency matter and in order to reduce agency cost that arises, a control mechanism to align managers, stockholders, and stakeholders is required. The most important thing of control system is the full power of director board formed independently, made up from outside parties who supervise the executives on behalf of shareholders (Fama and Jensen , 1983 , in Donaldson, 1995). The effort to overcome this agency matter causes cost consequences which is called as agency cost, borne by both principals and agents. (Jensen and Meckling, 1976) classifies agency cost into three groups, monitoring cost, bonding cost, and residual cost.

Trade - off theory expressed by (Myers 2001), stated that " the Company will owe a particular debt to a level , where the tax shields of additional debt is equal to the cost of financial distress. The cost of financial distress is the cost of bankruptcy or reorganization , and agency costs is rising as a result of the decline in the credibility of a company. The trade-off theory in determining the optimal capital structure incorporate several factors such as taxes , agency costs and the cost of financial distress but maintains the assumption of market efficiency and symmetric information as a counterweight and the benefits of using debt . Optimal debt level is reached when the tax shields reaches the maximum amount of the costs of financial distress. The trade-off theory has implications that the manager will think in terms of a trade-off between tax shields and the cost of financial distress in the determination of capital structure . Company with high levels of profitability will certainly try to reduce the tax by increasing the ratio of their debt , so the debt will reduce the additional taxes .

Corporate governance according to (Cadbury 1992), is translated as the system that directs and controls the corporation with the aim to achieve a balance between the authority forces to ensure the company's existence and their accountability to stakeholders, which relation arrangement of shareholders, directors, managers, creditors, government employees and the other stakeholders. OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) in the publication of the principles of corporate governance (June 1999, revised in April 2004), explains that the corporate governance and its function in relationship management group should include a series of corporate management, board, shareholders and other stakeholders. The principles of corporate governance in Ministry Regulation of State-Owned Enterprise No.PER - 01/MBU/2011, are: transparency, Accountability, Responsibility, and Independence, fairness. The structure of corporate governance is reflected in the company organs , namely as the General Meeting of Shareholders/RUPS, the Board of Commissioners , and the Board of Directors . Each organ of the company is described as follows, (GCGI

General Guidelines, 2006). Commissioner board is part of the company organ who is in charge of the company and collectively responsible to supervise the management of the company held by the management (directors), and is responsible for determining whether the management fulfills their responsibilities in developing and organizing the company's internal control (KKNG, 2006) . Independent commissioners are defined as commissioner member who: (i) originates from outside issuers or public company, (ii) has no direct or indirect stake in the company, (iii) has no affiliation with issuers or public company, commissioners, directors, or the main shareholder of issuers or public compan, (iv) and does not have any business relationship, either directly or indirectly related to the business activities of listed companies (decision of Chairman of Bapepam No. : Kep - 29/PM/2004).

Capital structure is very important according to (Keown, et al 2005), capital structure is a mix of sources of long-term funds used by the company. According to (Brigham and Houston 2001), debt has two advantages. First, the interest paid can be deducted for tax purposes, so that it decreases the effective cost of debt. Second, the debt holders get fixed returns, so the stakeholders do not have to take part of their earnings when the company is in a good shape.

Working capital is one of the important investments that can contribute to the improvement of the performance of the company, but managing working capital is far more important. (Weston and Brigham 1990), which translated working capital as company's investment on short term assets, i.e. cash marketable securities, inventory, and account receivables. (Weston and Brigham 1990), working capital can be classified into two main concepts , namely the gross working capital and net working capital. Gross working capital is current assets, while net working capital is current assets minus current liabilities. Another important contexts associated with working capital is working capital management. It is (Horne and Wachowicz , Jr. 1997), who translated management of working capital as current assets administration of the company and financing needed to support current assets. Some reasons of

the importance of working capital management are stated by (Weston and Brigham 1990), are: 1) survey shows that almost all finance manager give most of their time for day-to-day internal operation, 2) current assets are quite big enough part of total assets, generally ranges on 40%, 3) working capital management, is especially important for small company, 4) sales growth has a close and direct relationship with investment in the form of current assets. The effectiveness of company's working capital management is measured using indicator of working capital turnover (WCTO) which is translated as net sales ratio over current assets, (Sartono, 2010).

Corporate performance is the level of achievement of the company measured in terms of work outcomes. There are various kinds of corporate performance that are used, depending on the status of the company. (Djohanputro 2008), from financial aspect, the measurement of corporate performance can use the measurement of stock price, and also can use ratio measurement of company finance. Finance ratio or financial ratio is usually designed to show relationship among financial report estimations. The calculation of this ratio is used because by using this way more useful comparison than if it only sees the number will be obtained. (Weston and Brigham 1990), divided financial ratio into 5, liquidity ratio, asset management ratio, debt management ratio, profitability ratio, and market value ratio. Whereas While (Horne and Wachowicz . Jr. 1997) divided financial ratio into: liquidity ratio, financial leverage ratio (debt ratio), activity ratio, and profit ratio. Current researches discuss about corporate performance of financial aspect (particularly financial work), generally, the size of corporate performance uses profitability ratio and market ratio to measure the corporate measurement, as in the researches of (Hayajneh and Yassine 2011), (Al-Mwalla 2012), and (Kaddumi and Ramadan 2012).

The calculation of the performance of company's operation can be done through return on assets ratio (ROA). (Horne and Wachowicz. Jr. 1997), return on assets ratio is a basic ability to generate profits (basic earning power ratio), which is a ratio that indicates the ability of the Company's assets to

generate operating profits. Mathematically, return on assets (ROA) or basic earning power ratio is computed by dividing earnings before interest and taxes (EBIT) to total assets (Horne and Wachowicz. Jr. (1997):

$$\text{basic earning power ratio} = \frac{EBIT}{\text{Total Asset}}$$

Djohanputro 2008), return on assets (ROA), can be calculated in two ways, by the following before tax ROA or after-tax ROA:

$$\text{before tax ROA} = \frac{\text{Operation Earning}}{\text{Total Asset}}$$

$$\text{after tax ROA} = \frac{\text{Operation Earning}(1 - t)}{\text{Total Asset}}$$

Empirically the relationship between corporate governance and management of working capital is explained by the researches of (Mousawi, et.all 2006), (Bokpin, et al 2011), (Gill & Shah 2012), which proves that corporate governance has a positive effect on management of working capital. The relationship between corporate governance and corporate growth is explained by the researches of (Ramaswamy, et al 2008), (Fadun, 2013), which proves that corporate governance has a positive effect on the corporate growth.

The influence of corporate governance on capital structure, is empirically presented by the researches of (Ahmed and Wang 2012), (Yinusa and Yisau 2012), (Heng, Azrbajani et al. 2012), which proves that corporate governance has a positive effect on the capital structure. Relationship between corporate governance and corporate performance is explained in the researches of (Ammann, Oesch et al. 2010), (Adams and Mehran 2011), (Manaseer, Al-Hindawi et al. 2012), (Kim, Jae Min Cha et al. 2012), (Yasser, Enteban et al. 2011) which proved that corporate governance has positive effect on corporate performance.

The relationship between capital structure and working capital management is presented by the researches of (Sarlija and Hanc 2012), (Gill and Shah 2012), (Ogundipe, Ogundipe et al 2012) , which proves that capital structure has positive effect on management of working capital. The relationship between capital structure and company growth is explained in the researches of (Ghosh and Jain 2000), (Gill and Mathur 2011), dan (Bei and Wijewardana 2012), (Arasteh, Nourbakhsh et al. 2013) which proved that capital structure has positive effect on the company growth. The relationship between capital structure and corporate performance is presented in the researches of (Abu-Rub 2012), (Ahmad, Abdullah et al. 2012), (Kwangmin Park and Jang 2013) which proved that capital structure has positive effect on corporate performance.

The relationship between management of working capital and corporate performance is presented in the researches of (Bhutto, Abbas et al. 2011), (Kaddumi dan Ramdan 2011), (Abujayed, 2012) which proved that management of working capital has positive effect on corporate performance. Meanwhile, the relationship between company growth and corporate performance is presented in the researches of (House and Benefield 1995), (Amouzesh, Moeinfar et al. 2011), which proved that company growth has positive effect on corporate performance.

Based on the relationship between the concepts and the empirical evidence of the previous researches, corporate governance mechanism becomes an important factor to encourage management to strengthen management of company growth based working capital, thus contributing to the improvement of corporate performance. This theoretical model is expected to complete the gaps in the influence of corporate governance mechanism on corporate performance.

3. Conclusion

3.1. Conclusion of Hypothesis Testing Result

- a. The size of commissioner board has significant positive effect on corporate performance.
- b. The size of commissioner board has significant positive effect on company growth based working capital management.
- c. Company growth based working capital management mediates the influence of the size of commissioner board on corporate performance.
- d. Independent commissioner has insignificant positive influence on corporate performance. It indicates the failure of independent commissioner / BIND to control the directors and to synthesize the interests of various company stakeholders. The failure is caused by: (1) the relatively small proportion of independent commissioner compared to affiliated commissioner; (2) the limited access of information.
- e. Independent commissioner has significant positive effect on company growth based working capital management.
- f. Company growth based working capital management mediates the influence of independent commissioner on corporate performance.
- g. Leverage has significant negative influence on corporate performance. It indicates that debt ratio is on the position above its optimal level so that policy in increasing debt is dangerous to the company, because debts will produce interest burden which will burden operational profit thus will make bad impact on corporate performance.
- h. Leverage has significant positive effect on company growth based working capital management.
- i. Company growth based working capital management mediates the influence of leverage on corporate performance.

- j. The size of commissioner board has significant positive effect on leverage.
- k. Company growth based working capital management mediates the influence of the size of commissioner board and leverage on corporate performance.

3.2. Conclusion Of Research Problem

Based on the discussion about hypothesis testing result, several answer alternatives that can fill in the gap of the influence of corporate governance on corporate performance are produced as follows:

- a. First alternative, proxy used for corporate governance mechanism and independent commissioner (BIND) is able to increase corporate performance (KP) through management of company growth based working capital management (MKBP), as supported by empirical evidence of H5 and H6.
- b. Second alternative, proxy used for corporate governance mechanism and the size of commissioner board (BSIZE) is able to increase corporate performance (KP) through company growth based working capital management (MKBP). The result is supported by empirical evidence of H1, H2, and H3.
- c. Third alternative, proxy used for corporate governance mechanism and the size of commissioner board (BSIZE) and proxy used for capital structure and leverage (LV) is able to increase corporate performance through management of company growth based working capital (MKBP), as supported by empirical evidence of H8, H9, H10, and H11.

4. Research findings

This research produces some important findings, such as: (1) company growth based working capital management (MKBP) mediates the influence of independent commissioners over corporate performance. It indicates that independent commissioner (BIND) strengthens company growth based working capital management so that it increases corporate performance ; (2) company

growth based working capital management (MKBP) mediates the influence of commissioner board size (BSIZE) on corporate performance (KP). It indicates that the size of commissioner board strengthens management of company growth based working capital so that it increases corporate performance; 3) board size (BSIZE) affect the performance of the company. Indicates that board size (BSIZE) directly encourage increased corporate performance ;(4) company growth based working capital management (MKBP) mediates leverage influence (LV) on corporate performance (KP) It indicates that leverage strengthens the position of company growth based working capital management, besides tax shields and the addition of funding from debts, so that it increases corporate performance ; (5) company growth based working capital management (MKBP) mediates the influence of commissioner board size (BSIZE) and leverage (LV) on corporate performance (KP) It indicates that the big size of commissioner board encourages the increase of leverage (LV) thus strengthens management of company growth based working capital (MKBP), so that it increases corporate performance; (6) better indirect path is BIND→MKBP→KP. It indicates that the role of independent commissioner (BIND) as corporate governance mechanism is better in contributing in the increase of corporate governance (KP) compared to the size of commissioner board (BSIZE).

5. Implication

The findings of the research provide following theoretical implications:

- a. The study provide empirical evidence that : (1) company growth based working capital management (MKBP) mediates the influence of independent commissioners on corporate performance; (2) company growth based working capital management (MKBP) mediates the influence of commissioner board size (BSIZE) on corporate performance (KP). The results show the relevance of resource dependency theory (Pfeffer and Salancik 1978), that the ability to control the allocation of resources is a source of strength. Reinforced by (Hillman and Dalziel 2003), using the framework of resource dependency theory explains that board of assets

consist of human capital and relational capital. Board of Directors tend to bring their special skills (such as legal, financial, insurance, and public relations), knowledge, and skills as a result of the accumulated experience of their use in the context of their own business or a large corporation as a board on the other. The research result shows the relevance of agency theory by (Jensen and Meckling 1976), in order to overcome agency matter and in order to reduce agency cost that arises, a control mechanism to align managers, stockholders, and stakeholders is required. (Fama and Jensen, 1983, in Donaldson, 1995), also stated that entrepreneurs will try to suppress residual loss by supervising and giving sanction to the managers through the installment of incentive and control system. Agency theory and theory of working capital and company growth which is contributing to the effectiveness of independent commissioner (BIND) and the size of commissioner board to strengthen company growth based working capital management thus it is able to increase corporate performance. As the element of corporate governance mechanism, either BIND or BSIZE has optimally done control function and synthesized the interests among managers, stockholders, and stakeholders, thus it will end on the increase of corporate performance.

- b. The research gives empirical evidence that company growth based working capital management mediates the influence of leverage (LV) on corporate performance (KP). The result supports the theory of trade-off that managers will think in trade-off framework between tax shields and cost of financial distress in determining capital structure, (Myers, 2001). It indicates that debt will remain needed as long as it provides bigger tax shields compared to the cost of financial distress. Debt will increase the ability of company working capital to support company growth, thus it increases company profitability. The result of this research gives a relevant evidence of trade-off theory, theory of working capital and company growth which have made debt more valuable for the increase of corporate performance, if it is balanced with a good governance on management of company growth based working capital,

compared to if it neglects company growth based working capital management.

- c. This study provides empirical evidence that company growth based working capital management (MKBP) mediates the influence of commissioner board (BSIZE) and leverage/LV on corporate performance (KP). This result is in accordance with trade-off theory indicating that the size of commissioner board (BSIZE) tends to use internal funding of the debt to maintain the wealth of the shareholders. Debt gives bigger tax incentives compared to the cost of financial distress caused by the decision of debt funding, thus it strengthens the position of company growth based working capital management (MKBP). This result is in accordance with the theory of working capital that the important aspect to get the attention of company management of working capital management is the contribution on corporate performance. (Horne and Wachowicz, Jr. 1997) argued that working capital management is a key determiner of: 1) the optimal level of investment in current assets and 2) appropriate combination between long-term financing used to support investment in current assets. The result provides a relevant evidence of trade-off theory and working capital theory which indicate that agency matter supports the big size of commissioner board tending to take opportunities on the sources of external capital which is from debts. Debts are believed to fund the cost of agency related to control activity by commissioner board which risks on the decline of lower return compared to equity. Debts also generate tax shields and new funding thus it can strengthen the position of company growth based working capital.

The results of this study provide the following practical implications:

- a. Independent commissioner has positive effect on corporate performance (KP) mediated by company growth based working capital management (MKBP). The result is supported by empirical evidence of H1, H2, and H3. The result gives managerial implication that company growth based working capital management (MKBP) is a synthesis of working capital turnover and sales

growth used as investment strategy, because it has effect on the improvement of corporate performance. The intended strategy is also the excellence owned by the company and can be used to win competition.

- b. The size of commissioner board has positive effect on corporate performance (KP) mediated by company growth based working capital management (MKBP). The result is supported by empirical evidence. It gives managerial implication that company growth based working capital management (MKBP) is effectively used as strategy in company investment with the big size of commissioner board.
- c. The recommendation for investment should pay attention to the level of the effectiveness of company growth based working capital management (MKBP), if it is vied from the aspect of the high corporate performance and its investment proportion. The development of the composition of commissioner board and independent commissioner as corporate governance mechanism owned by the company. It is because it is mediated by company growth based working capital management (MKBP), it shows the influence on the improvement of corporate performance.
- d. The findings of this study gives practical implications for both government and the regulator as follows: (1)The findings of this study provide practical implications for both government and regulators, as follows : (1) the results of the study support the decision of the Board of Directors of PT. Jakarta Stock Exchange Kep-315/BEJ/06-2000 updated with the decision of the Board of Directors of PT. Jakarta Stock Exchange. Number Kep-339/BEJ/07/-2001 point c on board governance. The support of research findings is demonstrated by the ability of commissioner board size and independent commissioner as a proxy mechanism of corporate governance in monitoring and controlling manager activities in maximizing corporate performance through company growth based working capital management/MKBP; (2) there are some obstacles in implementing good corporate governance in Indonesia, among others are the environmental constraints of business, law, politics and culture. Collective and integrated

effort from various entrepreneurs such as government, regulators, banks, public accountants are needed to promote the benefits and importance of good corporate governance in order to generate awareness of the importance of implementing good corporate governance practices, to improve business performance and continuity .

6. Limitations of Research

Grand theoretical model developed in this study has limitations. The limitations are:

- a. The measurement model of company growth based working capital management as mediation variable is still limited in using synthesis between working capital turnover and company growth. The other synthesis of the aspect of company growth based working capital management has not been explored.
- b. The results of this study have not yet generalized the influence of corporate governance on corporate performance, because the limitation of exogenous factor used is limited on the size of commissioner board and independent commissioner as the aspects of corporate governance mechanism. The other aspects of corporate governance mechanism which has a potential influence on corporate performance has not been studied yet. While endogenous factor used is limited on return on assets. The other potential aspect of corporate performance which is determined by corporate governance mechanism has not been studied.

7. Future Research Agenda

The future research explores more on universal relations between corporate governance and corporate performance, namely:

- a. Measurement on the mediation variable of company growth based working capital management, companies should synthesize net working capital turnover and asset growth.

- b. Exploration on the mechanism of corporate governance as exogenous variable, proxy, such as CEO duality, managerial ownership, and government ownership should be explored.
- c. Exploration on the corporate performance as endogenous variable, it should use other proxy, such as return on equity, price-to-book value.
- d. Analysis on the influence of independent directors on leverage, its role as a carrier of control functions and control of the management company is given.

DAFTAR ISI

	halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
PERNYATAAN KEASLIAN.....	iii
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	iv
KATA PENGANTAR.....	v
ABSTRAK.....	viii
ABSTRACT.....	ix
INTISARI.....	x
SUMMARY.....	xxviii
DAFTAR ISI.....	xlvi
DAFTAR TABEL.....	liii
DAFTAR GAMBAR.....	lvi
DAFTAR LAMPIRAN.....	lvii
BAB I: PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.1.1. Riset Gap Pengaruh Tatakelola Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan.....	1
1.1.2. Riset Gap Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan.....	4
1.1.3. Fenomena Bisnis.....	8

1.2. Perumusan Masalah.....	12
1.2.1.Rumusan Masalah.....	12
1.2.2.Rumusan Masalah Penelitian.....	13
1.2.3.Rumusan Pertanyaan Penelitian.....	13
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian	18
1.3.1.Tujuan Penelitian.....	18
1.3.2. Manfaat Penelitian.....	19
1.4. Orisinalitas Penelitian.....	20

BAB. II: TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. Pengembangan Proposisi dan Model Teoritikal Dasar.....	22
2.1.1. Pengembangan Proposisi.....	22
2.1.1.1.Manajemen Modal Kerja.....	22
2.1.1.2. Pertumbuhan Perusahaan.....	26
2.1.1.3. Hubungan Antara Manajemen Modal Kerja, Pertumbuhan Perusahaan dan Kinerja perusahaan..	28
2.1.1.4. Sintesa Antara Manajemen Modal Kerja Dan Pertumbuhan Perusahaan.....	36
2.1.1.5. Proposisi.....	39
2.2. Model Teoritikal Dasar.....	40
2.2.1. <i>Agency Theory</i>	41
2.2.2.Trade-Off Theory.....	44
2.2.3. Teori Ketergantungan Sumber Daya.....	45
2.2.4.Tatakelola Perusahaan (<i>Corporate Governance</i>).....	47

2.2.5. Struktur Modal.....	63
2.2.6. Manajemen Modal Kerja.....	66
2.2.7. Kinerja Perusahaan.....	72
2.2.8. Hubungan Tatakelola Perusahaan Dengan Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	76
2.2.9. Hubungan Tatakelola Perusahaan Dengan Struktur Modal.....	80
2.2.10. Hubungan Tatakelola Perusahaan Dengan Kinerja Perusahaan.....	82
2.2.11. Hubungan Struktur Modal Dengan Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan	85
2.2.12. Hubungan Struktur Modal Dengan Kinerja Perusahaan.....	88
2.2.13. Hubungan Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan Dengan Kinerja Perusahaan.	90
2.2.1.4. Model Teoritikal Dasar.....	93
2.3. Pengembangan Hipotesis.....	94
2.3.1. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadap Kinerja Perusahaan.....	94
2.3.2. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadap Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	99
2.3.3. Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan	

Perusahaan Memediasi Pengaruh Ukuran Dewan	
Komisaris Terhadap Kinerja Perusahaan	102
2.3.4. Pengaruh Dewan Komisaris Independen Terhadap	
Kinerja Perusahaan.....	107
2.3.5. Pengaruh Komisaris Independen Terhadap	
Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan	
Perusahaan.....	112
2.3.6. Pengaruh Komisaris Independen Terhadap	
Kinerja Perusahaan Dimediasi Manajemen Modal	
Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	117
2.3.7. Pengaruh Leverage Terhadap Kinerja	
Perusahaan.....	125
2.3.8. Pengaruh Leverage Terhadap Manajemen Modal	
Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	129
2.3.9. Pengaruh Leverage Terhadap Kinerja Perusahaan	
Dimediasi Manajemen Modal Kerja Berbasis	
Pertumbuhan Perusahaan.....	134
2.3.10. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadap	
Leverage.....	142
2.3.11. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris dan Leverage	
Terhadap Kinerja Perusahaan Dimediasi Manajemen	
Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan	
Perusahaan.....	145
2.3.12. Model Penelitian Empirik.....	155

BAB III : METODE PENELITIAN DAN TEKNIK ANALISIS

3.1. Disain Penelitian.....	157
3.2. Jenis dan Sumber Data.....	157
3.3. Populasi dan Sampel.....	158
3.4. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	160
3.5. Teknik Pengumpulan Data.....	167
3.6. Pengolahan Data dan Analisa Data.....	168

BAB IV : ANALISA DATA

4.1. Deskripsi Umum Penelitian.....	174
4.2. Statistik Deskriptif.....	174
4.3. Pengujian Model Penelitian dengan Analisis Jalur.....	177
4.4. Pengujian Outlier.....	178
4.5. Pengujian Normalitas Data.....	178
4.6. Pengujian Model Penelitian Empirik.....	180
4.7. Pengujian Hipotesis.....	184
4.8. Analisis Jalur.....	194
4.9. Analisis Pengaruh Langsung, Tidak Langsung dan Total.....	195

BAB V : PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

5.1. Pembahasan Hasil Penelitian.....	201
5.1.1. Pengaruh ukuran dewan komisaris (BSIZE) Terhadap Kinerja Perusahaan (KP).....	201
5.1.2. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris (BSIZE) terhadap	

Manajemen Modal kerja Berbasis Pertumbuhan	
Perusahaan (MKBP).....	203
5.1.3. Mediasi Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan	
Perusahaan pada Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris	
(BSIZE) Terhadap Kinerja Perusahaan (KP).....	206
5.1.4. Pengaruh Komisaris Independen (BIND) terhadap	
Kinerja Perusahaan (KP).....	210
5.1.5. Pengaruh Komisaris Independen (BIND) terhadap	
Manajemen Modal kerja Berbasis Pertumbuhan	
Perusahaan.....	213
5.1.6. Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan	
Perusahaan (MKBP) Memediasi Pengaruh Komisaris	
Independen terhadap Kinerja Perusahaan (KP).....	216
5.1.7. Pengaruh Leverage (LV) terhadap Kinerja	
Perusahaan (KP).....	221
5.1.8. Pengaruh Leverage (LV) Terhadap Manajemen Modal Kerja	
Berbasis Pertumbuhan Perusahaan (MKBP).....	223
5.1.9. Mediasi Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan	
Perusahaan (MKBP) Pada Pengaruh Leverage (LV) Terhadap	
Kinerja Perusahaan (KP).....	226
5.1.10. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris (BSIZE) Terhadap	
Leverage (LV).....	230
5.1.11. Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan	

Perusahaan Memediasi Pengaruh Ukuran Dewan

Komisaris dan Leverage Terhadap Kinerja Perusahaan.... 233

BAB VI: KESIMPULAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

6.1. Kesimpulan dan Temuan.....	239
6.1.1. Ringkasan Hasil Penelitian.....	239
6.1.2. Kesimpulan dari Masalah Penelitian.....	263
6.2. Temuan Penelitian.....	265
6.3. Implikasi Penelitian.....	268
6.4. Keterbatasan Penelitian.....	281
6.5. Agenda Penelitian Mendatang.....	282

DAFTAR TABEL

TABEL 1.1 :	Research Gap Isu Pengaruh Tatakelola Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan.....	3
TABEL 1.2 :	Research Gap Isu Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan.....	7
TABEL 1.3 :	Data Return On Asset Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2010.....	8
TABEL 1.4 :	Data Board Size Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2010.....	9
TABEL 1.5 :	Data Struktur Modal Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2010.....	10
TABEL 1.6 :	Data Perputaran Modal Kerja Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2010.....	11
TABEL 2.1 :	State of The Art Teori, Konsep, dan Riset Manajemen Modal Kerja dan Pertumbuhan Perusahaan.....	31
TABEL 2.2 :	Konsep dan Riset Tatakelola Perusahaan.....	58
TABEL 2.3 :	Konsep dan Riset Struktur Modal.....	65
TABEL 2.4 :	Konsep dan Riset Manajemen Modal Kerja.....	69
TABEL 2.5 :	Konsep dan Riset Kinerja Perusahaan.....	75
TABEL 2.6 :	Hubungan Tatakelola Perusahaan dengan Manajemen Modal Kerj Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	79
TABEL 2.7 :	Hubungan Mekanisme Tatakelola Perusahaan dengan Struktur Modal.....	81
TABEL 2.8 :	Hubungan Tatakelola Perusahaan dengan Kinerja Perusahaan.....	84
TABEL 2.9 :	Hubungan Struktur Modal dengan Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	87
TABEL 2.10:	Hubungan Struktur Modal dengan Kinerja Perusahaan...	89

TABEL 2.11 :	Hubungan Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan dengan Kinerja Perusahaan.....	92
TABEL 2.12 :	Riset Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadap Kinerja perusahaan	98
TABEL 2.13 :	Riset Hubungan Ukuran Dewan Komisaris dengan Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	101
TABEL 2.14 :	Riset Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan Memediasi Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadap Kinerja Perusahaan.....	106
TABEL 2.15 :	Riset Pengaruh Dewan Komisaris Independen Terhadap Kinerja Perusahaan.....	112
TABEL 2.16 :	Hubungan Dewan Komisaris Independen dengan Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	117
TABEL 2.17 :	Riset Pengaruh Dewan Komisaris Independen Terhadap Return On Asset Dimediasi Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	124
TABEL 2.18 :	Riset Pengaruh Leverage Terhadap Kinerja Perusahaan....	128
TABEL 2.19 :	Riset Pengaruh Leverage Terhadap Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	133
TABEL 2.20 :	Riset Pengaruh Leverage Terhadap Kinerja Perusahaan Dimediasi Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	141
TABEL 2.21 :	Riset Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadapn Struktur Modal.....	145
TABEL 2.22 :	Riset Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris dan Leverage Terhadap Kinerja Perusahaan Dimediasi Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan.....	154
TABEL 3.1 :	Definisi Operasional Variabel.....	166
TABEL 3.2 :	Indeks Pengujian Kelayakan Model.....	172

TABEL 4.1 :	Descriptive Statistic.....	175
TABEL 4.2 :	Assesment Of Normality.....	179
TABEL 4.3 :	Hasil Indeks Pengujian Kelayakan Model.....	184
TABEL 4.4 :	Hasil Pengujian Manajemen Modal Kerja Berbasis Pertumbuhan Perusahaan Memediasi Hubungan Tatakelola Perusahaan dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan.....	185
TABEL 4.5 :	Ringkasan Hasil Uji Hipotesis.....	192
TABEL 4.6 :	Hasil Pengujian Pengaruh Langsung, Tidak Langsung Dan Total.....	195
TABEL 4.7 :	Perbandingan Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung.....	197

DAFTAR GAMBAR

GAMBAR 2.1:	Maping State Of The Art.....	35
GAMBAR 2.2:	Proposisi.....	40
GAMBAR 2.3:	Model Teoritikal Dasar.....	93
GAMBAR 2.4:	Model Penelitian Empirik.....	156
GAMBAR 4.1:	Hasil Pengujian Model Penelitiann Empirik.....	180

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN1a	:Sampling Frame: Nama-Nama Perusahaan Dalam Populasi.....
LAMPIRAN 1b	:Sampel Penelitian.....
LAMPIRAN 2a	:Data Sampel Penelitian N770.....
LAMPIRAN 2b	:Data Sampel Penelitian N304.....
LAMPIRAN 3	:Data Sampel N304: Perubahan.....
LAMPIRAN 3.1	:Data Pengaruh Perubahan BSIZE Terhadap KP.....
LAMPIRAN 3.2	:Data Pengaruh Perubahan BSIZE Terhadap MKBP.....
LAMPIRAN 3.3	:Data Pengaruh Perubahan MKBP Terhadap KP.....
LAMPIRAN 3.4	:Data Pengaruh Perubahan BSIZE Terhadap KP.....
LAMPIRAN 3.5	:Data Pengaruh Perubahan BIND Terhadap KP.....
LAMPIRAN 3.6	:Data Pengaruh Perubahan LV Terhadap KP.....
LAMPIRAN 3.7	:Data Pengaruh Perubahan LV Terhadap MKBP.....
LAMPIRAN 3.8	:Data Pengaruh Perubahan BSIZE Terhadap LV.....
LAMPIRAN 3.9	:Proporsi Komisaris Independen Kurang dan Lebih dari 50%.....
LAMPIRAN 3.10	:Rasio Leverage Kurang dan di atas 50%.....
LAMPIRAN 4	:Data Sampel N304 Setelah Tranformasi Data.....
LAMPIRAN5	:Hasil AMOS Data Sampel N770.....
LAMPIRAN6	:Hasil AMOS Data Sampel N304.....

DAFTAR PUSTAKA

- Abidin, Z. Z., N. M. Kamal, et al. (2009). "Board Structure and Corporate Performance in Malaysia." International Journal of Economics and Finance 1 No. 1.
- Abor, J. and N. Biekpe (2007). "Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities." Emerald Group Publishing Limited 7 NO. 3: 288-300.
- Abu-Rub, N. (2012). "Capital Structure and Firm Performance; Evidence from Palestine Stock Exchange." Journal of Money, Investment and Banking (23): 109-116.
- Abuzayed, B. (2012). "Working Capital Management And Firms' Performance In Emerging Markets: The Case Of Jordan." International Journal of Managerial Finance 8 No. 2: 155-179.
- Adams, R. B. and H. Mehran (2011). "Corporate Performance, Board Structure, and Their Determinants in the Banking Industry."
- Adusei, M. (2011). "Board Structure and Bank Performance in Ghana." Journal of Money, Investment and Banking(19).
- Ahmad, Z., N. M. H. Abdullah, et al. (2012). "Capital Structure Effect on Firms Performance: Focusing on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms." International Review of Business Research Papers 8. No.5: 137 – 155.
- Ahmadpour, A., A. J. Samimi, et al. (2012). "Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Tehran Stock Exchange." Middle-East Journal of Scientific Research 11(4).
- Ahmed, S. N. and Z. Wang (2012). "Effects of Corporate Governance on Capital Structure: Empirical Evidence from Pakistan." Emerald Group Publishing Limited 12 NO. 5: 629-641.
- Al-Mwalla, M. (2012). "The Impact of Working Capital Management Policies on Firm's Profitability and Value: The Case of Jordan." International Research Journal of Finance and Economics(85).
- Ammann, M., D. Oesch, et al. (2010). "Corporate Governance and Firm Value: International Evidence Swiss Institute of Banking and Finance."
- Amouzesh, N., Z. Moeinfar, et al. (2011). "Sustainable Growth Rate and Firm Performance : Evidence From Iran Stock Exchange." International Journal of Business and Social Science 2 No. 23.
- Amran, N. A. and a. A. C. Ahmad (2011). "Board Mechanisms and Malaysian Family Companies' Performance." Asian Journal of Accounting and Governance 2: 15–26.
- Anderson, R. W. (2002). "Capital Structure, Firm Liquidity And Growth, National Bank Of Belgium."
- Arasteh, F., M. M. Nourbakhsh, et al. (2013). "The Study Of Relationship Between Capital Structure, Firm Growth And Financial Strength With Financial Leverage Of The Company Listed In Tehran Stock Exchange."

- Arosa, B., T. Iturralde, et al. (2011). "The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain." Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa.
- Arslan, Ö., M. B. Karan, et al. (2010). "Board Structure and Corporate Performance."
- Avarmaa, M. (2011). " Does Leverage Affect Company Growth in the Baltic Countries?" International Conference on Information and Finance IPEDR 21.
- Azam, M., S. Usmani, et al. (2011). "The Impact of Corporate Governance on Firm's Performance: Evidence from Oil and Gas Sector of Pakistan." Australian Journal of Basic and Applied Sciences 5(12): 2978-2983.
- Basel (2006). "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework." Bank for International Settlement.
- Bei, Z. and a. W. P. Wijewardana (2012). " Financial Leverage, Firm Growth And Financial Strength In The Listed Companies In Sri Lanka." Procedia - Social and Behavioral Sciences 40: 709 – 715.
- Belkhir, M. (2009). " Board of directors' size and performance in the banking Industry." International Journal of Managerial Finance **5 No. 2**: 201-221.
- Bennedsen, M., A. Bana, et al. (2008). "The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms." Journal of Banking & Finance **32**.
- Berle, A. A. J. and G. C. Means (1932). The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan.
- Bhutto, N. A., G. Abbas, et al. (2011). "Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size, Working Capital Approaches and Firm's Profitability: A Case of Pakistani Industries." Pak. j. eng. technol. sci. **1, No 2**: 45-64.
- Bokpin, G. A. and A. C. Arko (2009). "Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Firms Empirical Evidence from Ghana." Studies in Economics and Finance 26 No. 4: 246-256.
- Borhanuddin, R. I. and d. P. W. Ching (2011). "Cash Holdings, Leverage, Ownership Concentration And Board Independence: Evidence From Malaysia." Malaysian Accounting Review **10 No. 1**: 63-88.
- Brewer, E., W. E. Jackson, et al. (2010). "Corporate Governance Structure and Mergers." 10-26.
- Brigham, E. and J. F. Houston (2001). Manajemen Keuangan II. Jakarta:Salemba Empat.
- Byod, B. K. and d. M. Geletkanycz (2011). "Ceo Outside Directorships And Firm Performance: A Reconciliation Of Agency And Embeddedness Views." Academy of Management Journal **54, No. 2**: 335–352.
- Cadbury Comitee (1992). "Report of The Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance."

- Chen, Y. R. (2008). "Corporate Governance and Cash Holdings: Listed New Economy versus Old Economy Firms." Journal compilation Blackwell Publishing Ltd 16 Number 5.
- Chowdhury, A. and a. S. P. Chowdhury (2010). "Impact Of Capital Structure On Firm's Value: Evidence from Bangladesh." BEH - Business and Economic Horizons 3(3): 111-122.
- Chinaemerem, O. C. and O. Anthony (2012). "Impact Of Capital Structure On The Financial Performance Of Nigerian Firms " Arabian Journal of Business and Management Review (OMAN Chapter) 1(12).
- Crutchley, Claire E. and Robert s. Hansen (1989). "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends " Financial Management, Volume 18. Iss. 4. pp.177-197.
- Ditmar, A. and d. J. M. Smith (2005). "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings."
- Djohanputro, B. (2009). Manajemen Keuangan Korporat. PPM Jakarta 10340.
- Donaldson, T. and L. E. Preston (1995). "The Stakeholder Theory Of The Corporation: Concepts, Evidence, And Implication." Academy of Management Review 20, No. 1: 65-91.
- Dun, P. and d. B. Sainty (2009). "The Relationship Among Board of Director Characteristics, Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance." International Journal of Managerial Finance 5 No. 4.
- Fadun, O. S. (2013). "Corporate Governance and Insurance Company Growth: Challenges and Opportunities." International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences 2, No. 1.
- Fama, E. F. and a. M. C. Jensen (1983). "Agency Problems and Residual Claims." Journal of Law & Economics XXVI.
- Ferdinand, A. T. (2005). Structural Equation Modelling dalam Penelitian Manajemen. Semarang, Universitas Diponegoro.
- Ferdinand, A. T. (2011). Metode Penelitian Manajemen, Pedoman Penelitian Untuk Penulisan Skripsi, Thesis, dan Disertasi Ilmu Manajemen. Semarang, Penerbit Universitas Diponegoro.
- Fosu, S. (2013). "Capital Structure, Product Market Competition And Firm Performance: Evidence From South Africa." The Quarterly Review of Economics and Finance.
- Francis, B., I. Hasan, et al. (2012). "Do Corporate Boards Affect Firm Performance? New Evidence From The Financial Crisis." Bank of Finland Discussion Paper 11.
- Frick, B. and A. Bermig (2009). "Board Size, Board Composition and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany."
- Ganiyu, Y. O. and a. B. Y. Abiodun (2012). "The Impact Of Corporate Governance On Capital Structure Decision Of Nigerian Firms." Research Journal in Organizational Psychology & Educational Studies 1(2): 121-128.
- Ghosh, A. and P. C. Jain (2000). " Financial Leverage Changes Associated With Corporate Mergers." Journal of Corporate Finance 6: 377-402.

- Ghozali, I. (2007). Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Semarang, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2008). Konsep dan Aplikasi dengan Program AMOS 16.0. Semarang, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gill, A. and a. N. Mathur (2011). "Factors That Influence Financial Leverage of Canadian Firms." Journal of Applied Finance & Banking vol.1, no.2: 19-37.
- Gill, A. and C. Shah (2012). "Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada." International Journal of Economics and Finance **4, No, 1**.
- Guest (2009). "The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK." The European Journal of Finance **15(4)**: 385-404.
- Gundono (2012). Teori Organisasi. Yogyakarta, Penerbit BPFY Yogyakarta.
- Hampton, J. J. (1993). Financial Decision Making, Prentice-Hall, India.
- Hayajneh, O. S. and d. F. L. A. Yassine (2011). "The Impact of Working Capital Efficiency on Profitability – an Empirical Analysis on Jordanian Manufacturing Firms." International Research Journal of Finance and Economics(66).
- Heng, T. B., S. Azrbajani, et al. (2012). "Board of Directors and Capital Structure: Evidence from Leading Malaysian Companies." Asian Social Science 8, No. 3.
- Hilman, A. and Dalzial, T. (2003). "Board of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspective." Academy of Management Review Vol. 28 No.2.
- Ho, S. J. and a. S.-C. Hsu (2010). "Leverage, Performance And Capital Adequacy Ratio In Taiwan's Banking Industry." Japan and the World Economy, journal.
- Horn, J. V. and J. Wachowicz (1997). Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan. Jakarta, Penerbit Salemba Empat.
- House, W. C. and A. M. E. Benefield (1995). " The Impact Of Sales And Income Growth On Profitability And Market Value Measures In Actual And Simulated Industries." Developments In Business Simulation & Experiential Exercises **22**.
- Husnan, S. and E. Pudjiastuti (2002). Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, UPP AMP YKPN.
- Isshaq, Z., G. A. Bokpin, et al. (2009). "Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange." The Journal of Risk Finance 10 No. 5: 488-499.
- Jackling, B. and S. Johl (2009). "Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies." Corporate Governance: An International Review **17(4)**: 492–509.
- Jarad Harford, S. A. Mansi, et al. (2006). "Corporate Governance and Firm Cash Holdings."

- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure." Journal of Financial Economics 3: 305-360.
- Jira Yammeesri and a. S. K. Herath (2010). "Board Characteristics and Corporate Value: Evidence From Thailand." Emerald Group Publishing Limited **10 NO. 3**: 279-292.
- Kaddumi, T. A. and d. I. Z. Ramadan (2012). "Profitability and Working Capital Management The Jordanian Case." International Journal of Economics and Finance **4, No. 4**.
- Kajananthan, R. (2012). "Effect Of Corporate Governance On Capital Structure: Case Of The Srilankan Listed Manufacturing Companies." ResearchersWorld -Journal of Arts, Science & Commerce.
- Keown, et. all. (2005). Manajemen Keuangan, Prinsip-Prinsip dan Aplikasi. Jakarta, PT, Indeks Kelompok Gramedia.
- Kep-29/PM/2004, K. K. B. N. (2004). "Tentang Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit.
- Khan, A. and S. H. Awan (2012). "Effect Of Board Composition On Firm's Performance: A Case Of Pakistani Listed Companies." Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business **3, NO 10**.
- Khan, K., A. R. Nemati, et al. (2011). "Impact of Corporate Governance on Firm Performance
- Kim, S. H., R. F. C. Jae Min Cha, et al. (2012). "Effects of the size of the board of directors and board involvement in strategy on a private club's financial performance." International Journal of Contemporary Hospitality Management 24 No. **1**: 7-25.
- KNKG (2006). "Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia."
- Kuan, T. H., C. S. Li, et al. (2011). "Cash holdings and Corporate Governance in Family-Controlled Firms." Journal of Business Research 64: 757-764.
- Kuan, T. H., S. H. Chu, et al. (2009). "Corporate Governance and Cash Holdings: An Empirical Test of Taiwan Companies." _____ 22
回年次大会 講演論文 22: 28-29.
- Kumar, N. and a. J. P. Singh (2012). "Outside Directors, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from India." Asian Journal of Finance & Accounting 4, No. 2.
- Kusnadi, Y. (2003). "Corporate Cash Holdings, Board Structure, and Ownership Concentration: Evidence from Singapore."
- Kwangmin Park and a. S. S. Jang (2013). "Capital Structure, Free Cash Flow, Diversification And firm Performance: A Holistic Analysis." International Journal of Hospitality Management.
- Kyereboah-Coleman, A. (2007). "Corporate Governance And Firm Performance In Africa: A Dynamic Panel Data Analysis." Organized by the Global Corporate Governance Forum (GCGF) and Asian Institute of Corporate Governance (AICG).

- Kyereboah-Coleman, A. (2007). "The Impact Of Capital Structure On The Performance Of Microfinance Institutions." The Journal of Risk Finance 8 No. 1: 56-71.
- Lannoo, K. (1995). "Corporate Governance in Europe." CPES Working Party Report 12.
- Lappalainen, J. and a. M. Niskanen (2012). "Financial Performance Of Smes:Impact Of Ownership Structure And Board Composition." Management Research Review **35 No 11**: 1088-1108.
- Lee, K. W. and d. C. F. Lee (2008). "Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation."
- Lukviarman, N. (2004). "Ownership Structure and Firm Performance: the case of Indonesia." Doctoral Thesis of Curtin University of Technology, Australia.
- Mahnazmahdavi, Mokhtarbaseri, et al. (2013). "The Effect Of Sales Growth On The Determinants Of Capital Structure Of Listed Companies In Tehran Stock Exchange." Australian Journal of Basic and Applied Sciences 7(2): 306-311.
- Manaseer, M. F. A., R. M. Al-Hindawi, et al. (2012). "The Impact of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Banks European." Journal of Scientific Research 67 No.3: 349-359
- Moradi, N. S., M. M. A. Aldin, et al. (2012). "The Effect of Corporate Governance, Corporate Financing Decision and Ownership Structure on Finni Performance: A Panel Data Approach from Tehran Stock Exchange " Intemational Journal of Economics and Finance **4**, No. 6.
- Moussawi, R., M. LaPlante, et al. (2006). "Corporate working capital management: Determinants and Consequences."
- Myers, S. C. (2001). "Capital Structure." journal of Economic Perspectives 15, Number 2: 81-102.
- Nataša Sarlija and d. M. Harc (2012). "The Impact of Liquidity on the Capital Structure: A Case study of Croatian Firms." Business Systems Research 3 No.1.
- OECD (2004). "Principles on Corporate Governance."
- Ogundipe, L. O., S. E. Ogundipe, et al. (2012). "Cash Holding And Firm Characteristics: Evidence From Nigerian Emerging Market." Journal of Business, Economics & Finance 1 (2).
- Ogundipe, S. E., R. O. Salawu, et al. (2012). "The Determinants of Corporate Cash Holdings in Nigeria: Evidence from General Method of Moments (GMM)." World Academy of Science, Engineering and Technology 61.
- Penrose, E., (1959). The Theory of the Growth of the Firm. New York: John Wiley.
- Peraturan Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara : Per-01/Mbu/2011. "Tentang Penerapan Tata Kelola Perusahaan Yang Baik (Good Corporate Governance) Pada Badan Usaha Milik Negara " .

- Pratheepkanth, P. (2011). "Capital Structure And Financial Performance: Evidence From Selected Business Companies In Colombo Stock Exchange Sri Lanka " -Journal of Arts, Science & Commerce II(2).
- Pfeffer, J (1972). "Size and Composition of Corporate Board of Directors :The Organization and its Enviroment", Administrative Science Quartely Vol. 17 No.2, pp.218-28
- Pfeffer, J. and Salancik, GR. (1978). "The External Control of Organizations :A Resources Dependence Perspective", Harper & Row, New York, NY .
- Purwanto, S. (2003). Statistika, Untuk Ekonomi & Keuangan Modern, Salemba Empat.
- Ramaswamy, V., C. J. Ueng, et al. (2008). "Corporate Governance Characteristics Of Growth Companies: An Empirical Study." Academy of Strategic Management Journal 7.
- Ramos, R. G. and a. M. G. Olalla (2012). " Independent Directors, Family Ownership Structure and Firm Financial Performance." International Research Journal of Finance and Economics(90).
- Rimo, A. and a. P. Panbunyuen (2010). "The Effect Of Company Characteristics On Working Capital Management, A Quantitative Study Of Swedish Listed Companies."
- Eiteman, WJ, (1963). Working Capital Management, Dalam Kumpulan Karangan Essays on Bussiness Finance. Masterco Press, Inc.,Ann Arbor, Michigan.
- Rouf, A. (2011). "The Relationship Between Corporate Governance and Value of The Firm in Developing Countries: Evidence From Bangladesh." The International Journal of Applied Economics and Finance 5(3): 237-244.
- Sagan, J. (1955). "Towards a Theory of Working Capital Management." The Journal of Finance: 121-129.
- Sakawa, H., N. Watanabel, et al. (2009). "Relation Between Board Composition And Firm Performance In Japan." Problems and Perspectives in Management 7(3).
- Sarlija, N. and d. M. Harc (2012). "The Impact of Liquidity on the Capital Structure: A Case study of Croatian Firms." Business Systems Research 3 No.1.
- Sartono, Agus (2010). Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi. Edisi IV, Penerbit BPFE. Yogyakarta.
- Shanmugam, B., V. Perumal, et al. (2005). "Governance Issues and Islamic Banking." 1-10.
- Shukeri, S. N., O. W. Shin, et al. (2012). "Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies." International Business Research 5, No. 9.
- Sibilkov, V. (2007). "Asset Liquidity and Capital Structure."
- Sugiyono. 2006. "Metode Penelitian Bisnis " Bandung, Alfabeta
- Syakhroza, A. (2005). Corporate Governance: Sejarah dan Perkembangan, Teori, Model dan Sistem Governance serta Aplikasinya pada Perusahaan BUMN. Jakarta, Lembaga Penerbit FEUI.

- Tjager, I. N. (2003). Corporate Governance: Tantangan dan Kesempatan bagi Komunitas Bisnis Indonesia Jakarta, Prenhallindo
- Topak, M. S. (2011). "The Effect of Board Size on Firm Performance: Evidence from Turkey." Middle Eastern Finance and Economics(14).
- Tricker, R. (1994). Corporate Governance: Practices, Procedures and Powers in British Companies and their Boards of Directors. London: Gower Press.
- Uadiale, O. M. (2010). "The Impact of Board Structure on Corporate Financial Performance in Nigeria." International Journal of Business and Management 5, No. 10.
- Uwuigbe, O. R. and A. S. And Fakile (2012). "The Effects of Board Size on Financial Performance of Banks: A Study of Listed Banks in Nigeria." International Journal of Economics and Finance 4, No. 2.
- Valenti, M. A., L. Rebecca, et al. (2011). "The effects of firm performance on corporate governance." Management Research Review 34 No. 3: 266-283.
- Valipour, H., J. Moradi, et al. (2012). "Corporate Governance and Cash Holdings Policies: Evidence from Iran." American Journal of Scientific Research(44): 153-162.
- Vanhorne, J. C. (1969). "A Risk-Return Analysis of a firm's Working Capital Position." The Engineering Economist, Winter 50-58.
- Vintila, G. and S. C. Gherghina (2012). "An Empirical Investigation of the Relationship between Corporate Governance Mechanisms, CEO Characteristics and Listed Companies' Performance." International Business Research 5, No. 10.
- Weston and Brigham (1990). Manajemen Keuangan. Jakarta Erlangga.
- Weston and Copeland (1997). Manajemen Keuangan. Jakarta, Binarupa Aksara.
- Wilson, T. N. and a. V. N. P. Nathalie (2009). "The Determinant Factors Of Working Capital Management In The Brazilian Market."
- Yarram, S. R. (2012). "Corporate Governance, Cash holdings and Value of a Firm: Evidence from Australian Firms." Information Management and Business Review 4, No. 12: 606-614.
- Yasser, Q. R., H. Enteban, et al. (2011). "Corporate governance and firm performance in Pakistan: The case of Karachi Stock Exchange (KSE)-30." Journal of Economics and International Finance 3(8): 482-491.
- Yinusa, O. G. and A. B. Yisau (2012). "The Impact Of Corporate Governance On Capital Structure Decision Of Nigerian Firms." Research Journal in Organizational Psychology & Educational Studies 1(2: 121-128.
- Zariyawati, M. A., M. N. Annuar, et al. (2009). "Working capital management and corporate performance: Case of Malaysia." Journal of Modern Accounting and Auditing 5, No.11.