

PENGARUH *LEVERAGE*, *LIQUIDITY*, *FIRM SIZE*, *FREE CASH FLOW* TERHADAP *FIRM PERFORMANCE* DENGAN *AGENCY COST* SEBAGAI PEMODERASI

Elvina Desideria¹, Hendang Tanusdjaja²

¹Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Tarumanagara Jakarta
Email: elvina.127191003@stu.untar.ac.id

² Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Tarumanagara Jakarta
Email: hendangt@fe.untar.ac.id

Abstrak

Teori keagenan digunakan sebagai dasar untuk menyelesaikan konflik agensi. Masalah penggunaan *Free Cash Flow* menyebabkan adanya *moral hazard* dan menurunnya kinerja perusahaan. Hipotesis penelitian ini adalah adanya *Agency Cost* diharapkan dapat memperlemah pengaruh negatif *Leverage* terhadap *Firm Performance* dan memperkuat pengaruh positif antara *Liquidity*, *Firm Size*, dan *Free Cash Flow* terhadap *Firm Performance* perusahaan LQ45 di BEI selama periode 2017-2019. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Agency Cost* melemahkan pengaruh negatif *Leverage* terhadap *Firm Performance*. *Agency Cost* memperkuat pengaruh positif *Free Cash Flow* terhadap *Firm Performance*. *Agency Cost* memperkuat pengaruh negatif *Firm Size* terhadap *Firm Performance*. *Liquidity* yang dimoderasi *Agency Cost* tidak berpengaruh terhadap *Firm Performance*.

Kata Kunci : Kinerja Perusahaan, *Leverage*, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Arus Kas Bebas, Biaya Agensi.

Abstract :

Agency theory is used as the basis for resolving agency conflicts. Problem of using *Free Cash Flow* which causes *moral hazard* and decreases in firm performance. The hypothesis in this study is that *Agency Cost* is expected to weaken the negative effect of *Leverage* on *Firm Performance* and strengthen the positive influence between *Liquidity*, *Firm Size*, and *Free Cash Flow* on *Firm Performance* listed in the LQ45 index on the IDX during the 2017-2019 period. The result of this study indicate that the influence of *Agency Cost* is negative on company performance. *Agency Cost* has a positive effect on *Free Cash Flow* on company performance. *Agency Cost* has a negative effect on *Firm Size* on company performance. *Liquidity* that is moderated by *Agency Cost* has no effect on *Company Performance*.

Keyword : *Leverage*, *Liquidity*, *Firm Size*, *Free Cash Flow*, *Firm Performance*, *Agency Cost*.

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Perusahaan masih banyak menghadapi masalah keagenan yang dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam mensejahterakan pihak internal dan pihak eksternal perusahaan, khususnya kinerja perusahaan dalam aspek keuangan (Trong & Nguyen, 2020). Konflik kepentingan lebih banyak terjadi dalam perusahaan besar dikarenakan semakin besar ukuran perusahaan, maka perusahaan semakin melibatkan lebih banyak pihak, baik internal maupun eksternal, yang memiliki tujuan berbeda dalam mengambil keputusan (Hashmi, et. al., 2020). Salah satu contoh masalah konflik kepentingan yang masih terjadi di perusahaan adalah keputusan yang berkaitan dengan penggunaan arus kas bebas, yang menyebabkan pihak manajemen melakukan perilaku *moral hazard*, yang salah satunya adalah *overinvestment* yang dapat menyebabkan masalah likuiditas dan kinerja perusahaan menurun akibat konflik kepentingan tersebut (Ahmed, et. al., 2018).

Agency Cost adalah biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham untuk memastikan agar manajemen melakukan tugas dan tanggungjawabnya demi kesejahteraan pemegang saham yang dapat berupa biaya pengawasan terhadap manajemen, pengeluaran yang mengikat manajemen agar bertindak berdasarkan pada tujuan untuk mensejahterakan pemegang saham,

dan biaya akibat perbedaan keputusan antara *principal* dan *Agent* (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini menyebabkan *principal* perlu mengadakan kontrak kerja yang jelas dengan *agent* mengenai proporsi hak dan kewajiban masing-masing pihak. Teori keagenan digunakan sebagai dasar untuk menyamakan kepentingan *principal* dan *Agent* dalam menyelesaikan konflik agensi sehingga dapat meminimalkan *Agency Cost* (Komarudin & Affandi, 2019).

Wareza (2018) mengungkapkan bahwa kinerja perusahaan LQ45 pada tahun 2018 konsisten tercatat terkoreksi 12,34% dibandingkan kinerja IHSG pada periode yang sama. BEI mencatat hanya 9 saham yang mengalami kenaikan dan 36 saham harga saham terkoreksi, yang disebabkan oleh kenaikan nilai utang yang tinggi karena mengerjakan proyek *value added*. Berdasarkan penjelasan fenomena tersebut, maka perusahaan LQ45 dipilih sebagai subjek penelitian untuk mengetahui apakah variabel bebas yang diteliti memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan LQ45 dengan adanya variabel moderasi.

Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang yang disampaikan di atas maka rumusan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Firm Performance*?
2. Apakah *Liquidity* berpengaruh positif terhadap *Firm Performance*?
3. Apakah *Firm Size* berpengaruh positif terhadap *Firm Performance*?
4. Apakah *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap *Firm Performance*?
5. Apakah *Agency Cost* memperlemah pengaruh negatif *Leverage* terhadap *Firm Performance*?
6. Apakah *Agency Cost* memperkuat pengaruh positif *Liquidity* terhadap *Firm Performance*.
7. Apakah *Agency Cost* memperkuat pengaruh positif *Firm Size* terhadap *Firm Performance*?
8. Apakah *Agency Cost* memperkuat pengaruh positif *Free Cash Flow* terhadap *Firm Performance*?

KAJIAN PUSTAKA dan PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Agency Theory. Teori agensi adalah dasar yang digunakan perusahaan untuk memahami corporate governance. Jensen & Meckling (1976) menggambarkan adanya hubungan kontrak antara *Agent* (manajemen) dengan pemilik (*principal*). *Agent* memiliki lebih banyak informasi tentang perusahaan dibandingkan *principal*, sehingga terjadi asimetri informasi yang disebabkan karena adanya kesulitan *principal* dalam melakukan pengendalian dan pengawasan terhadap tindakan-tindakan *agent*. *Liquidity*, *Firm Size*, *Free Cash Flow*, dan *Agency Cost* berkaitan dengan motivasi kepentingan diri sendiri maupun kelompoknya. Pihak *principal* mengharapkan *Liquidity*, *Firm Size*, dan *Free Cash Flow* yang tinggi dengan *Leverage* dan biaya agensi yang rendah, sehingga dapat memaksimalkan *Firm Performance*. Pihak *Agent* termotivasi untuk memaksimalkan pemenuhan ekonomi dan psikologis diri sendiri maupun kelompoknya sendiri, antara lain dalam hal memperoleh investasi, pinjaman, maupun kontrak kompensasi (Hongli, et. at., 2019). *Agency Cost* yang rendah menunjukkan masalah keagenan yang rendah, sehingga *Firm Performance* semakin efisien dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *Agency Cost* yang besar yang menjadi indikator banyaknya masalah keagenan dalam perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

Leverage* mempengaruhi *Firm Performance

Forte & Tavares (2018) membuktikan bahwa tingkat pembelian aset yang dibiayai dengan utang berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini diperkuat jika terdapat efisiensi dalam sistem hukum dan regulasi kredit. Hasil ini juga diperoleh dalam penelitian Evgeny (2015) dan Iqbal & Usman (2018). Kalash (2019), Ahmad, et. al. (2015) dan Vieira, et. al. (2019) menyimpulkan hasil yang berbeda, yang mengungkapkan bahwa *Leverage* berpengaruh secara negatif terhadap *Firm Performance* karena jika tingkat utang

perusahaan tinggi, maka perusahaan lebih memilih pembiayaan internal dan berfokus pada tindakan untuk meningkatkan pendapatan dengan pendanaan yang dimiliki untuk membayar kewajiban mereka, sehingga kinerja perusahaan menurun akibat kurangnya pendanaan.

Liquidity mempengaruhi Firm Performance

Rashid (2018) dan Kong, et. al. (2019) mengungkapkan bahwa tingkat likuiditas perusahaan berpengaruh secara positif terhadap *Firm Performance*. Jika perusahaan semakin likuid, maka kinerja perusahaan akan meningkat. Semakin perusahaan memiliki aset yang likuid, maka pendanaan dari penjualan aset lancar maupun dana pihak eksternal akan lebih mudah didapatkan, sehingga perusahaan dapat meningkatkan kinerjanya, baik dengan meningkatkan produksi, memperluas pangsa pasar, melakukan inovasi, dan meningkatkan aktivitas investasi untuk mencapai tujuan perusahaan.

Waswa, et. al. (2018) dan Almazari (2019) menyimpulkan bahwa *Liquidity* berpengaruh secara negatif terhadap *Firm Performance* pada perusahaan di Kenya dikarenakan tingkat likuiditas dari liabilitas jangka pendek perusahaan yang tinggi berdampak terhadap penurunan kinerja perusahaan.

Firm Size mempengaruhi Firm Performance

Issik, et. al. (2017), Isik, et. al. (2017) dan Zuchruf, et. al. (2019) menemukan bahwa *Firm Size* berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan dikarenakan perusahaan yang lebih besar lebih mudah melakukan diversifikasi, kekuatan pasar yang lebih tinggi, dan menggunakan teknologi yang lebih baik untuk mendukung aktivitas perusahaan, sehingga dapat meningkatkan efektivitas dan efisiensi dari kinerja perusahaan tersebut.

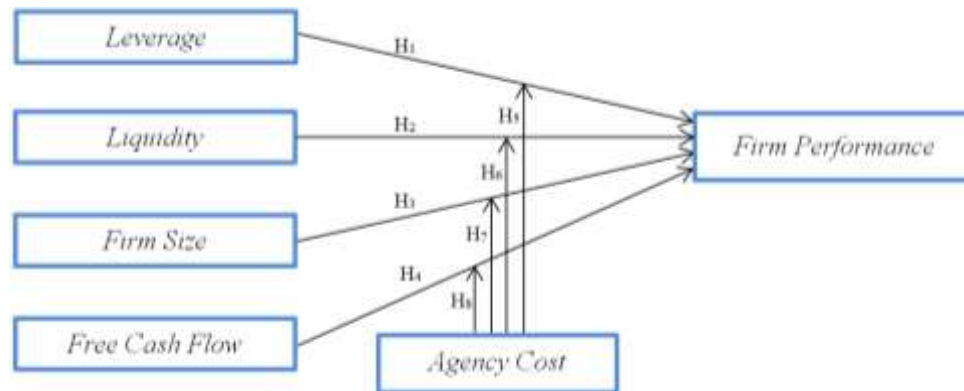
Buallay, et. al. (2017) dan Oyelade (2019) mengungkapkan bahwa *Firm Size* berpengaruh secara negatif terhadap *Firm Performance* dikarenakan regulasi dalam perusahaan besar di Arab Saudi terhadap pemegang saham minoritas masih lemah dan mengakibatkan pemegang saham mayoritas akan mengendalikan perusahaan demi kesejahteraan mereka sendiri sehingga menimbulkan masalah internal dalam perusahaan yang berakibat pada penurunan kinerja perusahaan.

Free Cash Flow mempengaruhi Firm Performance

Wang (2010), Ahmed, et. al. (2018), dan Ali, et. al. (2018) membuktikan bahwa *Free Cash Flow* (FCF) berpengaruh secara positif terhadap *Firm Performance*. Arus kas bebas yang dimiliki perusahaan dapat meningkatkan kinerja perusahaan jika manajemen melakukan reinvestment dengan tepat sehingga pemegang saham akan mendapatkan return yang lebih besar.

Khidmat & Rehman (2014), Wang, et. al. (2014), dan Trong & Nguyen (2020) mengungkapkan bahwa FCF berpengaruh secara negatif terhadap *Firm Performance*. Arus kas bebas akan menurunkan kinerja perusahaan jika digunakan untuk *reinvestment* dengan jumlah yang terlalu besar sehingga menimbulkan *overinvestment*, yang mengakibatkan perusahaan mengalami kerugian.

Kerangka Pemikiran dalam penelitian ini adalah:



Gambar 1.Kerangka Pemikiran

Hipotesisi dari penelitian ini adalah:

- H₁ : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Firm Performance*.
- H₂ : *Liquidity* berpengaruh positif terhadap *Firm Performance*.
- H₃ : *Firm Size* berpengaruh positif terhadap *Firm Performance*.
- H₄ : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap *Firm Performance*.
- H₅ : *Agency Cost* memperlemah pengaruh negatif *Leverage* terhadap *Firm Performance*.
- H₆ : *Agency Cost* memperkuat pengaruh positif *Liquidity* terhadap *Firm Performance*.
- H₇ : *Agency Cost* memperkuat pengaruh positif *Firm Size* terhadap *Firm Performance*.
- H₈ : *Agency Cost* memperkuat pengaruh positif *Free Cash Flow* terhadap *Firm Performance*.

METODE PENELITIAN

Desain penelitian ini adalah penelitian deskriptif. Subjek penelitian ini adalah perusahaan *go-public* yang terdaftar dalam indeks LQ45 di BEI tahun 2017-2019. Objek dari penelitian ini adalah *Firm Performance* sebagai variabel dependen (Y). *Leverage* (X₁), *Liquidity* (X₂), *Firm Size* (X₃), dan *Free Cash Flow* (X₄) sebagai variabel independen (X), dan *Agency Cost* sebagai variabel Moderasi (M₀).

Teknik pengambilan sampel adalah *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang berturut-turut terdaftar di BEI dan termasuk dalam indeks LQ45 dari tahun 2017-2019.
2. Perusahaan yang terdaftar memperoleh keuntungan berturut-turut dari tahun 2017-2019.

Firm Performance diukur dengan menggunakan *Return On Asset* (ROA) berdasarkan penelitian Kalash (2019), yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan. Semakin tinggi nilai ROA, maka efektifitas penggunaan aset untuk kepentingan pemegang saham juga tinggi (Al-Matari, et. al., 2014). ROA yang lebih tinggi juga mencerminkan penggunaan efektif perusahaan atas aset yang dimiliki dalam memaksimalkan kepentingan ekonomi pemegang sahamnya (Al-Matari, et. al., 2014). Definisi operasional *Firm Performance* (Y) adalah:

$$ROA \text{ (Return On Assets)} = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Assets}}$$

Kalash (2019) menggunakan *Debt to Total Asset Ratio* (DTA) untuk mengukur *Leverage* dengan membandingkan total hutang dengan total aset yang dimiliki. Definisi operasional *Leverage* (X₁) adalah:

$$DTA \text{ (Debt to Total Asset)} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

Kong, et. al. (2019) menggunakan *Current Ratio* untuk mengukur *Liquidity* dengan mengetahui kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek. Definisi operasional *Liquidity* (X₂) adalah:

$$CR (Current Ratio) = \frac{Current Assets}{Current Liabilities}$$

Pengukuran terhadap *Firm Size* diukur berdasarkan pada pengukuran pada penelitian Kong, et. al. (2019). *Firm Size* diukur dengan menghitung Ln dari total aset yang dimiliki perusahaan. Penggunaan Ln dalam perhitungan ukuran perusahaan bertujuan untuk menghindari masalah ekonometrik saat dilakukan uji statistik terhadap variabel-variabel dalam penelitian ini. Definisi operasional *Firm Size* (X_3) adalah:

$$Firm Size = \ln Total Assets$$

Pengukuran *Free Cash Flow* dilakukan berdasarkan Che-Yahya & Alyasa-Gan (2020) yang menyatakan bahwa FCF merupakan hasil perhitungan *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) dikalikan dengan satu per total aset yang dimiliki. Hal ini didukung dengan argumen bahwa perusahaan dengan pendapatan yang lebih stabil dapat mengharapkan jumlah arus kas bebas yang lebih besar dan membayar dividen yang lebih tinggi. Definisi operasional variabel FCF (X_4) adalah:

$$FCF (Free Cash Flow) = EBIT \times \frac{1}{Total Assets}$$

Berdasarkan Khidmat & Rehman (2014) dalam Nguyen, et al. (2020), *Agency Cost* diukur berdasarkan *asset turnover* perusahaan yang membandingkan penjualan dengan total aset yang dimiliki perusahaan di tahun yang bersangkutan. Definisi operasional variabel *Agency Cost* (M_0) adalah:

$$AT (Asset Turnover) = \frac{Sales}{Total Assets}$$

HASIL DAN KESIMPULAN

Berdasarkan hasil uji analisis regresi sebelum moderasi dan uji MRA (*Moderated Regression Analysis*) setelah adanya variabel moderasi, maka diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 1.Hasil Analisis Regresi Berganda – Sebelum Moderasi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-3,181	2,003		-1,588	,116		
DTA	-1,587	,425	-,307	-3,736	,000	,419	2,386
Current Ratio	-,010	,070	-,010	-,137	,891	,491	2,037
Ln Total Assets	,012	,061	,016	,201	,842	,447	2,238
FCF	6,458	,889	,744	7,268	,000	,269	3,718
Asset Turnover	-,040	,203	-,022	-,198	,844	,231	4,332

a. Dependent Variable: ROA

(Sumber : Hasil Pengolahan Data Sekunder dengan SPSS 25.00, 2020)

Hasil Regresi – Sebelum Moderasi :

$$ROA = -3,181 - 1,587DTA - 0,010CR + 0,012LnTA + 6,458FCF + \varepsilon$$

H_1 : *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Firm Performance*. H_1 diterima karena H_1 memiliki nilai beta – 1,587 dengan signifikansi 0,000, yang artinya *Leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap *Firm Performance*.

H_2 : *Liquidity* tidak berpengaruh terhadap *Firm Performance*. H_2 ditolak karena H_2 memiliki nilai beta – 0,010 dengan signifikansi 0,891, yang artinya *Liquidity* tidak memiliki pengaruh terhadap *Firm Performance*.

H_3 : *Firm Size* tidak berpengaruh terhadap *Firm Performance*. H_3 ditolak karena H_3 memiliki nilai beta 0,012 dengan signifikansi 0,842, yang artinya *Firm Size* tidak memiliki pengaruh terhadap *Firm Performance*.

H₄ : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap *Firm Performance*. H₄ diterima karena H₄ memiliki nilai beta 6,458 dengan signifikansi 0,000, yang artinya *Free Cash Flow* berpengaruh signifikan positif terhadap *Firm Performance*.

Tabel 2.Hasil Analisis MRA (*Moderated Regression Analysis*) – Setelah Moderasi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	2,739	1,146		2,390	,019		
DTA	1,593	,489	,308	3,255	,002	,032	31,704
Current Ratio	-,029	,057	-,031	-,510	,612	,074	13,537
Ln Total Assets	-,006	,023	-,008	-,258	,797	,324	3,087
FCF	-1,102	,443	-,127	-2,489	,015	,108	9,240
Asset Turnover	,041	,098	,022	,416	,679	,100	9,994
DTA_AT	-,436	,199	-,369	-2,193	,031	,010	100,389
CR_AT	,131	,115	,161	1,146	,255	,014	70,103
FSIZE_AT	-,985	,206	-,929	-4,770	,000	,007	134,549
FCF_AT	1,218	,046	2,194	26,391	,000	,041	24,525

a. Dependent Variable: ROA

(Sumber : Hasil Pengolahan Data Sekunder dengan SPSS 25.00, 2020)

Hasil Regresi – Setelah Moderasi :

$$ROA = 2,739 + 1,593X_1 + 0,041M_0 - 0,436X_1M_0 - 0,029X_2 + 0,041M_0 + 0,131X_2M_0 - 0,006X_3 + 0,041M_0 - 0,985X_3M_0 - 1,102X_4 + 0,041M_0 + 1,218X_4M_0 + \varepsilon$$

H₅ : *Agency Cost* memperlemah pengaruh negatif *Leverage* terhadap *Firm Performance*. H₅ diterima karena H₅ memiliki nilai beta -0,436 dengan signifikansi 0,031, yang artinya *Agency Cost* memperlemah pengaruh signifikan negatif *Leverage* terhadap *Firm Performance*.

H₆ : *Liquidity* yang dimoderasi oleh variabel *Agency Cost* tidak berpengaruh terhadap *Firm Performance*. H₆ ditolak karena H₆ memiliki nilai beta 0,131 dengan signifikansi 0,255, yang artinya *Liquidity* yang dimoderasi oleh variabel *Agency Cost* tidak berpengaruh terhadap *Firm Performance*.

H₇ : *Firm Size* berpengaruh negatif terhadap *Firm Performance* dengan *Agency Cost*. H₇ diterima karena H₇ memiliki nilai beta -0,985 dengan signifikansi 0,000, yang artinya *Firm Size* berpengaruh signifikan negatif terhadap *Firm Performance* dengan *Agency Cost*.

H₈ : *Agency Cost* memperkuat pengaruh positif *Free Cash Flow* terhadap *Firm Performance*. H₈ diterima karena H₈ memiliki nilai beta 1,218 dengan signifikansi 0,000, yang artinya *Agency Cost* memperkuat pengaruh positif *Free Cash Flow* terhadap *Firm Performance*.

Pembahasan

Hasil uji t menunjukkan bahwa *Leverage* memiliki pengaruh yang signifikan dengan arah negatif terhadap *Firm Performance*, yang artinya H₁ diterima. *Leverage* teruji berpengaruh terhadap *Firm Performance* secara signifikan. Hasil uji t pada kolom *unstandardized coefficients* pada bagian koefisien β menunjukkan bahwa *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Firm Performance*. Hasil ini sesuai dengan penelitian Idris (2012), Gharsalli (2019), Ahmad, et. al. (2015), dan Vieira, et. al. (2019), yang menjelaskan bahwa *Leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap *Firm Performance* dikarenakan tingkat yang lebih tinggi dalam pembiayaan pembelian aset yang dibiayai dengan hutang berpengaruh dengan kinerja perusahaan yang menjadi kurang baik. Hal ini dikarenakan pembelian aset tersebut tidak digunakan secara efisien, efektif, dan maksimal, sehingga peningkatan hutang untuk pembelian aset tidak diimbangi dengan memaksimalkan peningkatan kinerja perusahaan.

Berdasarkan hasil uji t, teruji secara empiris bahwa *Liquidity* tidak memiliki pengaruh terhadap *Firm Performance*, yang artinya H₂ ditolak. Hasil uji t menunjukkan bahwa H₂ ditolak, yang artinya adanya peningkatan dalam kepemilikan aset likuid perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil ini didukung oleh penelitian Abdullah & Jahan (2014), Alkhazaleh & Almsafir (2014), dan Cynthia (2020), yang teruji secara empiris bahwa *Liquidity* yang tidak memiliki pengaruh terhadap *Firm Performance* karena nilai signifikansi pada uji t menunjukkan nilai yang lebih tinggi dari 5%, sehingga hasil penelitian tidak membuktikan adanya pengaruh dari variabel *Liquidity* terhadap *Firm Performance*.

Berdasarkan uji t, H₃ ditolak, yang artinya bahwa *Firm Size* tidak berpengaruh terhadap *Firm Performance*. Berdasarkan teori agensi, ukuran perusahaan tidak menentukan kinerja perusahaan dikarenakan semakin besar ukuran perusahaan, maka perusahaan semakin melibatkan lebih banyak pihak, baik internal maupun eksternal, yang memiliki tujuan yang berbeda dalam mengambil keputusan perusahaan (Hashmi, et. al., 2020), yang meningkatkan terjadinya konflik kepentingan antar *Agent* dan *principal*. Perusahaan besar lebih banyak mengalami masalah *moral hazard* yang dapat menyebabkan kinerja perusahaan menurun karena adanya konflik kepentingan tersebut. Jika perusahaan dapat menyesuaikan keinginan dan tujuan yang berbeda antar pemegang saham dan pihak manajemen sehingga kedua pihak tersebut menemukan tujuan yang sama dan bekerja sama, maka terdapat sinergi dalam perusahaan tersebut, sehingga mereka dapat menciptakan kinerja yang lebih baik dan berkelanjutan bagi perusahaan.

Hasil uji H₄ teruji secara empiris bahwa *Free Cash Flow* (FCF) berpengaruh positif secara signifikan terhadap *Firm Performance*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Khushi, et. al. (2020) yang memberikan bukti bahwa adanya arus kas bebas dalam perusahaan yang menjadi hak pemegang saham dapat digunakan oleh manajemen untuk melakukan investasi, yang dapat meningkatkan *return* untuk perusahaan dan meningkatkan kinerja perusahaan. Pihak pemegang saham ingin kelebihan arus kas bebas yang diperoleh dibagikan kepada mereka dibandingkan digunakan untuk pendanaan perusahaan karena laba tersebut merupakan hak mereka sebagai pemegang saham. Pihak manajemen ingin menggunakan arus kas bebas untuk menambah sumber daya keuangan perusahaan yang bisa dikelolanya dengan cara meningkatkan investasi untuk meningkatkan return perusahaan, pembelian aset baru, perluasan pangsa pasar, melakukan penelitian dan pengembangan produk, dan pembangunan pabrik atau kantor baru, sehingga jika arus kas bebas digunakan secara efektif dan efisien, maka kinerja perusahaan akan meningkat dan pihak manajer akan mendapatkan bonus dan kompensasi yang lebih besar.

Hasil uji H₅ menguji secara empiris bahwa adanya biaya agensi secara signifikan dapat melemahkan pengaruh negatif *Leverage* terhadap *Firm Performance*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Kalash (2019) dan didukung oleh teori agensi, yang menjelaskan bahwa *Leverage* yang tinggi berdampak pada penurunan kinerja perusahaan karena adanya konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. Pemegang saham tidak ingin tingkat hutang perusahaan terlalu tinggi dikarenakan dapat menurunkan return yang diperoleh dari saham dan pihak manajemen membutuhkan dana eksternal untuk mendukung aktivitas perusahaan tanpa mempertimbangkan tujuan pemegang saham. Konflik kepentingan ini membuat pemegang saham mengeluarkan biaya untuk membayar jasa pihak independen yang dapat memperhitungkan tingkat wajar hutang untuk digunakan manajemen dalam membiayai aktivitas perusahaan dan mengawasi kegiatan manajemen agar sesuai dengan rencana dan tujuan perusahaan, sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan, sehingga adanya *Agency Cost* dapat memperlemah pengaruh negatif *Leverage* terhadap *Firm Performance*. Vieira, et. al. (2019) menjelaskan bahwa biaya agensi dalam memoderasi pengaruh *Leverage* terhadap *Firm Performance* didukung oleh teori agensi yang muncul karena adanya konflik antara manajemen dan pemegang saham. Gharzali (2019) menyatakan bahwa adanya biaya agensi

yang dikeluarkan oleh pemegang saham perusahaan yang memiliki *Leverage* yang tinggi dapat memiliki kinerja yang lebih baik. Jensen & Meckling (1976) menyatakan teori agensi menjelaskan bahwa kepentingan manajer perusahaan, pemegang saham dan kreditor tidak selaras secara penuh. Konflik ini dapat terjadi jika kedua belah pihak memiliki kecenderungan untuk memanfaatkan hak istimewa dari sumber daya perusahaan untuk keuntungan pihaknya sendiri dengan kurang memperhatikan kepentingan pihak lain.

Hasil uji H₆ teruji secara empiris bahwa tidak terdapat pengaruh *Liquidity* terhadap *Firm Performance* dengan biaya agensi sebagai moderasi. Berdasarkan teori agensi, biaya agensi yang dikeluarkan pemegang saham tidak dapat membuat *Liquidity* perusahaan memiliki pengaruh terhadap *Firm Performance* dikarenakan adanya perbedaan kepentingan antara pihak manajemen dan pemegang saham. Hasil uji ini didukung oleh hasil penelitian Mohammed, et. al. (2020) yang menyatakan bahwa *Liquidity* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Firm Performance* dengan biaya agensi sebagai moderasi.

Hasil uji H₇ teruji secara empiris bahwa terdapat pengaruh positif *Firm Size* terhadap *Firm Performance* dengan *Agency Cost* sebagai variabel moderasi, sehingga H₇ diterima. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Buallay, et. al. (2017), Oyelade (2019), Trong & Nguyen (2020), yang menyimpulkan bahwa perusahaan besar memiliki kinerja yang kurang baik dan adanya biaya agensi memperkuat pengaruh tersebut. Berdasarkan teori agensi, konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat berdampak buruk bagi perusahaan. Pihak manajemen berkeinginan untuk menambah sumber keuangan yang dikelolanya dengan meningkatkan investasi, melakukan ekspansi, meningkatkan produksi, dan peningkatkan perusahaan lainnya. Pihak manajemen seringkali terlalu berfokus pada bonus dan kompensasi, sehingga mereka mengambil keputusan secara berlebihan, seperti melakukan investasi dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan dan berlebihan, pembelian aset yang tidak likuid yang mengakibatkan perusahaan kesulitan untuk menjual aset tersebut untuk membayar liabilitasnya, dan melakukan overproduction. Pemegang saham perlu mengeluarkan biaya agensi untuk memantau dan memberi kompensasi kepada manajer untuk mengurangi masalah keagenan (Nguyen & Trong, 2020).

Uji t H₈ membuktikan secara empiris bahwa H₈ diterima, yang artinya bahwa *Agency Cost* memperkuat pengaruh positif *Free Cash Flow* (FCF) terhadap *Firm Performance*. Hasil ini mendukung penelitian Ahmed, et. al. (2018) dan Khushi, et. al. (2020), yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan FCF terhadap *Firm Performance* dengan biaya agensi sebagai variabel moderasi. Berdasarkan teori agensi, pihak pemegang saham selalu ingin mendapatkan keuntungan yang lebih baik dari modal yang diinvestasikan kepada perusahaan. Setiap penggunaan sumber daya perusahaan yang tidak efisien oleh pihak manajemen akan menciptakan konflik kepentingan dengan pemegang saham yang dapat menciptakan masalah keagenan di masa depan dan menurunkan kinerja perusahaan (Ahmed, et. al., 2018). Pemegang saham mengeluarkan sejumlah biaya untuk memberikan bonus kepada pihak manajemen dan membayar jasa pihak independen untuk memastikan pihak manajemen telah membuat keputusan yang tepat dan sesuai dalam penggunaan arus kas bebas untuk meningkatkan *Firm Performance*.

REFERENSI

- Abdullah, M. N., & Jahan, N. (2014). "The Impact of *Liquidity* on Profitability in Banking Sector of Bangladesh : A Case of Chittagong Stock Exchange". *International Journal of Economic and Business Review*, 2 (10) : 17-22.

- Ahmad, N., Salman, A., & Shamsi, A. F. (2015). "Impact of Financial *Leverage* on Firms' Profitability: An Investigation from Cement Sector of Pakistan". *Research Journal of Finance and Accounting*, 6 (7) : 75-80.
- Ahmed, W. U. M., Hassan, M. M., Hoque, M. A., & Alam, M. J. (2018). "Impact of *Free Cash Flow* on Profitability : An Empirical Study on Pharmaceutical Company". *Journal of Jessore University of Science and Technology*, 3 (1).
- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. B. (2014). "The Measurements of *Firm Performance's* Dimensions". *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6 (1) : 24-49.
- Al-Slehat, Z. A. F. (2020). "Impact of Financial *Leverage*, Size and Assets Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector, Jordan". *International Business Research - Canadian Center of Science and Education*, 13 (1) : 110-120.
- Ali, U., Ormal, L., & Ahmad, F. (2018). "Impact of *Free Cash Flow* on Profitability of the Firms in Automobile Sector of Germany". *Journal of Economics and Management Sciences*, 1 (1) : 57-67.
- Alkhazaleh, A. M., & Almsafir, M. (2014). "Bank Specific Determinants of Profitability in Jordan". *Journal of Advanced Social Research*, 4 (10) : 01-20.
- Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). "Corporate Governance and *Firm Performance* : Evidence from Saudi Arabia". *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11 (1) : 78-98.
- Che-Yahya, N., & Alyasa-Gan, S. S. (2020). "Explaining Dividend Payout : Evidence from Malaysia's Blue-Chip Companies". *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7 (12) : 783-793.
- Cynthia. (2020). "Effect Of Account Receivable Turnover, Current Ratio And Debt To Equity Ratio On The Profitability Of Construction Companies On The Indonesia Stock Exchange (IDX)". *International Conference on Management and Science*, 1 (1) : 136-146. ISSN (online) : 2746 – 4482.
- Evgeny, I. (2015). "The Impact of Financial *Leverage* on *Firm Performance* : Evidence from Rusia". *Journal of Corporate Research*, 9 (2) : 24 – 36.
- Forte, R., & Tavares, J. M. (2019). "The Relationship between Debt and A Firm's Performance : The Impact of Institutional Factors". *Managerial Finance*, 45 (9).
- Gharsalli, Mazen. (2019). "High *Leverage* and Variance of SMEs Performance". *The Journal of Risk Finance*, 20 (2) : 155-175.
- Hashmi, S. D., Gulzar, S., Ghafoor, Z., & Naz, I. (2020). "Sensitivity of *Firm Size* measures to practices of corporate finance: evidence from BRICS". *Future Business Journal*, 6 (9) : 1-19.
- Hongli, J., Ajorsu, E. S., & Bakpa, E. K. (2019). "The Effect of *Liquidity* and Financial *Leverage* on *Firm Performance*: Evidence from Listed Manufacturing Firms on The Ghana Stock Exchange". *Research Journal of Finance and Accounting*, 10 (8) : 91-100.
- Isik, O., Unal, E. A., & Unal Y. (2017). "The Effect of *Firm Size* on Profitability : Evidence from Turkish Manufacturing Sector". *Journal of Business, Economics and Finance (JBEF)*, 6 (4) : 301-308.
- Iqbal, U., & Usman, M. (2018). "Impact of Financial *Leverage* on *Firm Performance*". *SEISENSE Journal of Management*, 1 (2) : 71-78.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). "Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kalash, I. (2019). "Firm *Leverage*, Agency Costs and *Firm Performance*: An Empirical Research on Service Firms in Turkey". *Journal of the Human and Social Sciences Researches*, 8.
- Khidmat, W. B., & Rehman, M. U. (2014). "The Impact of *Free Cash Flows* and Agency Costs on *Firm Performance* — An Empirical Analysis of KSE Listed companies of Pakistan".

- Journal of Financial Engineering - World Scientific Publishing Company*, 1 (3) : 1450027 1-25.
- Khushi, M., Din, S. M. U., & Sulaiman, M. A. B. A. (2020). "Effects Of Profitability Measures On *Free Cash Flow*; Evidence From Pakistan Stock Exchange". *International Journal of Scientific & Technology Research*, 9 (2) : 3882-3889.
- Komarudin, M., & Affandi, N. (2019). "*Free Cash Flow* Kinerja Keuangan dan *Agency Cost* pada Perusahaan Perdagangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia". *Equilibrium : Jurnal Ilmiah Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi*, 8 (2) : 10-19. E-ISSN : 2684-9313.
- Kong, Y., Musah, M., & Agyemang, A. O. (2019). "*Liquidity* and Financial Performance: A Correlational Analysis of Quoted Non-Financial Firms in Ghana". *International Journal of Trend in Scientific Research and Development (IJTSRD)*, 3 (5) : 133-143.
- Mohammed, N. F., Puat, S. A., Amirrudin, M. S., & Hashim, A. (2020). "*Leverage, Liquidity, and Profitability Ratios : Accountability of Malaysian Listed Oil and Gas Firms*". *Humanities & Social Sciences Reviews*, 8 (2) : 941-947.
- Nguyen, A. H., Doan, D. T., & Nguyen, L. H. (2020). "Corporate Governance and *Agency Cost*: Empirical Evidence from Vietnam". *Journal of Risk and Financial Management*, 13 (103) : 1-15.
- Oyelade, A. O. (2019). "The Impact of *Firm Size* on Firms Performance in Nigeria : A Comparative Study of Selected Firms in the Building Industry in Nigeria". *Asian Development Policy Review*, 7 (1) : 1-9.
- Rashid, A. (2016). "Does Corporate Social Responsibility Reporting Enhance Shareholders' Value? A Simultaneous Equation Approach". *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16 (1) : 158-178.
- Rehman, M. U. (2014). "The Impact of *Free Cash Flows* and *Agency Costs* on *Firm Performance* — An Empirical Analysis of KSE Listed Companies of Pakistan". *Journal of Financial Engineering - World Scientific Publishing Company*, 1 (3) : 1450027-1 – 1450027-25.
- Trong, N. N., & Nguyen, C. T. (2020). "*Firm Performance : The Moderation Impact of Debt and Dividend Policies on Overinvestment*". *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 81 : 227-254.
- Vieira, E. S., Neves, M. E., & Dias, A. G. (2019). "Determinants of Portuguese Firms' Financial Performance : Panel Data Evidence". *International Journal of Productivity and Performance Management*, 68 (7) : 1323-1342.
- Wang, G. Y. (2010). "The Impacts of *Free Cash Flows* and *Agency Costs* on *Firm Performance*". *J. Service Science & Management*, 3 : 408-418.
- Wang, S. F., Jou, Y. J., Chang, K. C., & Wu, K. W. (2014). "Industry Competition, Agency Problem, and *Firm Performance*". *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 17 (4) : 76-93.
- Wareza, Monica. (2018, October 01). "9 Bulan Mencekam, Indeks LQ45 Anjlok 12,34%". *CBN Indonesia*. Retrieved from <https://www.cnbcindonesia.com/market/20181001170403-17-35543/9-bulan-mencekam-indeks-lq45-anjlok-1234> .
- Waswa, C. W., Mukras, M. S., & Oima, D. (2018). "Effect of *Liquidity* on Financial Performance of the Sugar Industry in Kenya". *International Journal of Education and Research*, 6 (6) : 29-44.
- Zuchruf, F., Suhadak, Mangesti, R. S., & Muhammad, S. (2019). "The Effect of Corporate Governance, *Firm Size* and Capital Structure on Financial Performance : A Study of State-Owned Enterprises Listed in the Indonesia Stock Exchange during period 2013-2016". *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 9 (23) : 3-16.