

TATA KELOLA PERUSAHAAN DALAM KINERJA KEUANGAN MELALUI AGENCY COST

Oleh :

Ashari Sofyaun¹⁾

Asrid Juniar²⁾

Rini Rahmawati³⁾

Universitas Balikpapan¹⁾

Universitas Lambung Mangkurat^{2,3)}

E-mail:

ashari.sofyaun@uniba-bpn.ac.id¹⁾

asridjuniar@ulm.ac.id²⁾

rinirahmawati@ulm.ac.id³⁾

ABSTRACT

Financial performance in the perspective of governance at the cost of mediating institutions is the research objective. The research was conducted during the period 2013-2021 in state-owned companies that went public with a purposive sampling approach. Managerial ownership, leverage and board size as a representation of corporate governance. In measuring financial capacity, ROA and Tobins'q indicators are used. As a data analysis technique, SEM-PLS multivariate analysis was used. Firm value is significantly affected by leverage, agency costs and return on assets. Leverage and agency costs Significant impact on assets. leverage and board size have a significant impact on agency costs. Leverage and board size were successfully mediated by agency costs in influencing Tobin's q and ROA.

Keywords: Governance, Firm Value, Roa, Agency Costs

ABSTRAK

Kinerja keuangan dalam perspektif tata kelola dengan mediasi *agency cost* menjadi tujuan penelitian. Penelitian dilakukan selama periode 2013-2021 di perusahaan badan usaha milik negara yang go publik dengan pendekatan metode purposive sampling. Kepemilikan manajerial, *leverage* dan ukuran papan sebagai representatif tata laksana perusahaan. Dalam mengukur kapasitas keuangan digunakan indikator ROA dan *Tobins'q*. Sebagai teknik analisis data digunakan analisis multivariat SEM-PLS. Nilai perusahaan dipengaruhi *leverage*, *agency cost* dan *return on asset* secara signifikan. *Leverage* dan *agency cost* Dampak signifikan pada pengembalian aset. *leverage* dan ukuran dewan dampak signifikan pada *agency cost*. *Leverage* dan ukuran dewan berhasil dimediasi *agency cost* dalam mempengaruhi Tobin's q dan ROA.

Kata Kunci: Tata Kelolah, Nilai Perusahaan, Roa, Agency Cost

1. PENDAHULUAN

Secara umum kinerja keuangan dikelompokkan dalam perspektif akuntansi dan pasar. Kriteria berbasis pasar

dipandang lebih objektif, namun dipengaruhi Banyak faktor yang tidak dikendalikan oleh manajemen (Gani dan Jermias, 2006). Menurut Rostami *et al.*

(2016) dalam mengetahui hubungan tata laksana perusahaan dengan kinerja perusahaan, parameter berbasis akuntansi memiliki keunggulan. Scrimgeour (2010) mengatakan Pengukuran pendapatan berbasis akuntansi telah dikritik karena terutama mencerminkan masa lalu dan hanya sebagian memperkirakan peristiwa yang akan terjadi di masa yang akan datang dalam bentuk penyusutan dan amortisasi. Berbagai pertimbangan argumentasi di atas menjadi dasar pendekatan akuntansi dan pasar digunakan dalam penelitian.

Permasalahan perusahaan yang termasuk dalam bagian perusahaan di bawah pengelolaan pemerintah, diantaranya adalah Badan Usaha Milik Negara (BUMN) menjadi topik pembicaraan yang sering dibicarakan dalam beberapa tahun terakhir. Salah satunya skandal terbesar di pasar keuangan Indonesia dan menjadi perbincangan publik yakni PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk.

Tabel 1. Laporan laba/Rugi PT Garuda Indonesia Tbk

Tahun	Laba/Rugi	tahun	Laba/Rugi (US\$)
2012	110,6	2016	8,1
2013	10,8	2017	-216,6
2014	-370,0	2018 (Versi Pertama)	0,8

)	
2015	76,5	2018 (Versi Kedua)	-31.14

PT Garuda Indonesia membukukan laba bersih sebesar \$800.000 (\$809.846) pada tahun 2018. Badan Pengawasan Keuangan (OJK) menjatuhkan sanksi karena Telah terbukti bahwa laporan keuangan tahun 2018 tidak sesuai regulasi. Garuda Indonesia dalam bentuk memperbaiki dan menyajikan Pengembalian Laporan keuangan 2018 setelah apa yang disebut perbaikan versi baru mengejutkan publik bahwa perusahaan Garuda Indonesia menderita kerugian 31,4 juta dolar AS, situasi yang menunjukkan konflik kepentingan antara agen dan prinsipal. Wong (2004) mencatat bahwa sebagian besar BUMN yang ada di negara berkembang memiliki kelemahan dalam tata kelola diantaranya adalah masalah kelembagaan yang menyebabkan tingginya intervensi pemerintah.

Megginson (1994) mengatakan BUMN seringkali tidak sesuai dengan tujuan sesungguhnya, rentan terhadap konflik, serta mengandung tujuan finansial sekaligus politik. Bardburd (1995) mengemukakan pada saat BUMN memiliki banyak tujuan, manajer lebih cenderung terlibat dalam pencarian

keuntungan internal, sehingga meningkatkan masalah agensi.

Kinerja keuangan dalam perspektif akuntansi dan pasar dimaksimalkan dengan implementasi *corporate governance*. *Corporate governance* dilandasi etika profesional yang bertujuan menciptakan pertambahan nilai kepada stakeholder. Core *et al.* (1999) ketidakefektifan manajemen organisasi menjelaskan masalah besar perusahaan. Ionescu (2012) Perusahaan dapat mengurangi tingkat bunga dan meningkatkan nilai pasar mereka ketika mereka meningkatkan tata pengendalian perusahaan yang baik terkait dengan pendapatan yang berkualitas dan manajemen keuangan yang sehat; (Balca *et al.* 2007; Leuz *et al.* 2003; Vafeas, 2005). Jensen (1986) *corporate governance* mampu mengurangi *agency cost*.

Corporate governance berperan dalam pemantauan kebijakan melalui setiap unsur mekanisme. Nekhilia *et al.* (2012) mekanisme internal sebagai cara mengendalikan perusahaan melalui struktur kepemilikan. Jensen dan Meckling (1976); Agrawal dan Mandelker (1987) mengatakan Struktur kepemilikan sebagai ukuran pengendalian manajerial untuk membuat kebijakan operasional untuk kepentingan pemilik Davidson *et al.* (2005) mengungkapkan komite audit

sebagai mekanisme proteksi terbaik yang bertujuan menjaga kredibilitas melalui proses *monitoring* laporan keuangan dan aktivitas audit dan mekanisme internal selanjutnya yaitu ukuran dewan. Level debt financing sebagai bagian dari mekanisme eksternal yang terdapat dalam *corporate governance* (Barnhart dan Rosenstein, 1998; Nekhilia *et al.* 2012). Demougin dan Fluet (2001) mengatakan langkah minimalisasi *agency problem* melalui *monitoring* (mekanisme eksternal) dan *bonding* (mekanisme internal) saling bersubstitusi. Peranan kepemilikan manajerial dalam mengukur kinerja perusahaan dari perspektif akuntansi dengan *return on asset sebagai proksi* dikemukakan Cui dan Mak (2002); Wahba (2013); Wellalage dan Locke (2014) menggunakan rasio total kepemilikan manajerial terhadap jumlah pemegang, sedangkan Kamardin (2014) menggunakan persentase kepemilikan saham eksekutif direksi sebagai proksi kepemilikan manajerial. Penelitian menunjukkan Kepemilikan manajerial memiliki dampak positif pada ROA. Wellalage dan Locke (2014) menemukan hasil jika persentase kepemilikan manajerial lebih tinggi ($\geq 70\%$) dan 0% terjadi pengaruh negatif terhadap ROA. Pengaruh negatif kepemilikan manajerial sebagai temuan Mandaci dan Gumus (2010); Allam (2018).

Chen *et al.* (2003); Fahlenbrach dan Stulz (2009); Wellalage dan Locke (2014); Kamardin (2014) menggunakan proksi Tobins q untuk mengukur nilai perusahaan, dan kepemilikan manajemen diukur sebagai bagian dari saham biasa yang dimiliki oleh direksi dibagi dengan seluruh jumlah saham biasa yang beredar. Kepemilikan Administratif berdasarkan Jumlah Saham Yang Diterbitkan; Kepemilikan Administratif dengan jumlah saham yang diterbitkan; Bagian direktur eksekutif. Hasil temuan diungkapkan terjadinya Kepemilikan memiliki dampak positif pada nilai perusahaan. Anderson dan Reeb (2004) menemukan hubungan positif namun menurun antara kepemilikan eksekutif dan nilai perusahaan.; McConnel dkk. (2008) Kepemilikan administratif tingkat rendah berdampak pemilahan insentif, tetapi tingkat yang tinggi menyiratkan bahwa ada efek lindung nilai. Dempsets dan Ren (1985); Wida dan Suartana (2014) menemukan bahwa kepemilikan dalam sebuah manajemen tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Suastini dkk. (2016) menemukan bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh subtansial kearah negative terhadap nilai perusahaan. Wellalage dan Locke (2014) berpendapat bahwa saham manajemen yang tinggi ($\geq 70\%$) dan saham manajemen terendah (0%) dapat memiliki hubungan negatif

dengan nilai perusahaan. Seperti yang dicatat oleh Cui dan Mak (2002), total kepemilikan perwakilan direksi dan manajemen paling sering (McConnell dan Servaes, 1990), dan kepemilikan total direksi dan keluarga (Morck, 1988; Short dan Keasey, 1999). Fungsi kepemilikan manajemen yang tidak sering dipakai peneliti adalah CEO (Agrawal dan Knoeber, 1996). Ukuran kepemilikan manajerial yang beragam menjadi suatu pertimbangan bahwa dalam penelitian ini menggunakan kepemilikan manajerial terhadap jumlah pemegang saham.

Pengawasan komite audit sangat penting sebagai bentuk pengendalian internal untuk mewujudkan kinerja perusahaan (Chan dan Li, 2008; Agyemang-Mintah dan Schadewitz, 2018). Agyemang-Mintah dan Schadewitz (2018); Zraiq dan Fadzil (2018) menggunakan ukuran jumlah auditor sebaga proksi untuk jumlah variabel, dan terdapat hasil audit yang positif (+) berdampak pada nilai perusahaan. Komite audit tidak mempengaruhi nilai perusahaan secara material. Al-Matar *et al.*, (2014); Al-Sahafi *et al.*, (2015) dengan Jumlah delegasi di komite audit . Hsu dan Petchsakulwong (2010) menggunakan log natural dari jumlah anggota komite audit, Al-Matari *et al.* (2012) jumlah total direktur di komite audit sebagai proksi, terdapat hasil temuan keduanya yaitu

kebijakan audit berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Wei (2007); Scrimgeour (2010) mengatakan komite audit berpengaruh positif terhadap ROA, proksi komite audit diukur dengan dummy yang mendeskripsikan satu jika perusahaan memiliki komite audit dan jika tidak nol. Komite audit berpengaruh positif terhadap ROA dikemukakan Al-Mamun *et al.* (2014); Allam (2018); Zraiq dan Fadzil (2018). Ghabayen (2012); Al-Sahafi *et al.* (2015); Salehi *et al.* (2018) menemukan komite audit tidak berdampak terhadap ROA. Hubungan komite audit dengan *agency cost* disampaikan oleh Krisnauli dan Hadiprajitno (2014) atas nama anggota komite audit. Hastori dkk. (2015) jumlah direktur luar dalam jumlah anggota komite audit; Allam (2018) memiliki skor dummy 1 jika panitia pencalonan terdiri dari minimal tiga anggota termasuk mayoritas anggota independen. Total biaya administrasi dan operasional umum untuk total penjualan; Temuan bahwa arus kas bebas dan perputaran aset, dan komite audit dapat mengurangi biaya agensi, tidak konsisten dengan temuan Hastori *et al.* (2015); Shoable (2018).

Leverage sebagai salah satu komponen monitoring eksternal dipandang memberikan dampak. Dengan demikian, manajemen dapat menggunakan modal secara lebih efektif (Grossman dan Hart,

1982; Stulz, 1990) dan mengurangi masalah keagenan. Florackis dan Ozkan (2008); Zhang dan Li (2008) menggunakan ukuran leverage dengan total hutang versus total aset sebagai proksi untuk leverage. Khan *et al.*, (2012); Nozari (2016) menemukan bahwa biaya agensi dapat dikendalikan dengan leverage dan mengukur pengaruh total hutang, khususnya hutang jangka panjang, pada arus kas bebas atas nama biaya agensi, tetapi Alfadhl dan Alabdullah (2013) memiliki leverage yang sama dengan biaya agensi. Itu tidak mempengaruhi biaya. Cheng dan Chen (2011); Sudiyatno *et al.* (2012); Wellalage dan Locke (2014) menyatakan bahwa leverage memiliki efek positif terhadap stabilitas harga nilai perusahaan. Leverage tidak mempengaruhi nilai perusahaan di mana ia ditemukan Osazuwa dan Che-Ahmad (2016); Cheryta *et al.*, (2018). *Leverage* tidak efektif penggunaan memberikan kinerja negatif terhadap kinerja pasar Chen *et al.* (2003); Mandac dan Gumus (2010); Chen dan Chen (2011); dan Fosu *et al.* (2016). *Leverage* berdampak positif signifikan terhadap ROA menjadi temuan Wellalage dan Locke (2014); Salehi *et al.* (2018), artinya tidak sejalan dengan temuan Cui dan Mak (2002); Wei (2007); Scrimgeour (2010); Chen dan Chen (2011); Lachheb dan Slim (2017).

Kedudukan ukuran dewan diharapkan memberikan kontribusi (Barnhart dan Rosenstein (1998). Conyon dan Peck (1998) dalam penelitiannya, mendapatkan adanya interaksi negatif antara ukuran dewan dan kinerja perusahaan Ghabayen (2012); Kamardin (2014) ukuran dewan tidak substansial berpengaruh terhadap ROA. Al-Sahafi *et al.* (2015) ukuran dewan secara signifikan berhubungan positif terhadap ROA. Mak dan Li (2001) menemukan tobin's q meningkat pada saat jumlah ukuran dewan kecil. Kamardin (2014); Al-Sahafi *et al.* (2015) ukuran dewan signifikan dan positif terhadap tobin's q. Florackis dan Ozkan (2008) memperlihatkan ukuran dewan dapat meningkatkan *agency cost*.

Konflik kepentingan meningkat berdampak terhadap timbulnya *agency cost* yang diikuti penurunan nilai perusahaan Wang (2010) dan mengelompokan *agency cost* meliputi proksi total perputaran aset (AssT) diukur dengan penjualan bersih terhadap total aset, rasio biaya operasi terhadap penjualan (OpeR), biaya administrasi dengan penjualan (AdmR), rasio biaya iklan dan R dan D terhadap penjualan (ARDR), volatilitas dari *net operating income* (NOI), volatilitas laba bersih yang mendeskripsikan perkalian standar deviasi (STD) dengan hasil perbandingan *net income* terhadap penjualan. Adapun temuan

diantara variabel *agency cost* proksi AssT, OpeR, AdmR, dan ARDR secara statistik signifikan terhadap nilai perusahaan, sementara dua variabel lainnya tidak berdampak. Kinerja pasar perusahaan mengalami penurunan signifikan menjadi temuan Fadah (2013). Lachheb dan Slim (2017) dengan menggunakan perputaran asset, rasio biaya administrasi terhadap penjualan, rasio pengeluaran iklan dan R dan D, rasio biaya operasional dan penjualan (*opexp ratio*) sebagai proksi dari *agency cost*, secara keseluruhan *agency cost* berpengaruh negatif terhadap ROA. Pengukuran kinerja perusahaan dari perspektif proksi berupa rasio pemanfaatan aset yang diajukan oleh Singh dan Davidson (2003); Florackis dan Ozkan (2008); Jelinek dan Stuerke (2009); Khan dkk. (2012); Allam (2018), ukuran langsung biaya keagenan berupa rasio penjualan dan beban administrasi terhadap penjualan, disampaikan oleh Singh dan Davidson (2003). Florackis dan Ozkan (2008); Jelinek dan Stuerke (2009); Rasio biaya operasional terhadap penjualan sebagai proxy untuk biaya agensi (Ang et al. 2000) yang ditanggung dalam memantau kinerja perusahaan. Rasio interaksi arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan QFCF (Allam, 2018), biaya audit eksternal dan internal dan non-eksekutif remunerasi direksi sebagai

pengukuran langsung (Mustapha dan Ahmad, 2011).

Beberapa temuan empiris menjadi dasar bagi peneliti untuk Hasilkan data yang lebih baru, Klapper dan Love (2004) menemukan interelasi negatif antara penjualan dan rasio (jenis) aset tetap dalam pemerintahan, sedangkan kepemilikan aset tidak berwujud lebih tinggi untuk Tobin's q. Penggunaan aset tetap berwujud tinggi dalam perusahaan memberikan interpretasi dapat melemahkan unsur *corporate governance*. Core *et al.*, (1999) perusahaan dengan tata laksana lebih lemah mengantarkan menghadapi konflik agensi lebih besar. Lang *et al.* (1991); Wright *et al.* (2009) mengatakan biaya agensi yang relevan dalam kondisi tata laksana lemah. Beberapa rancangan di atas memberikan interpretasi hingga *agency cost* terjadi ketika perusahaan menggunakan aset tetap berwujud. Kondisi ini dapat terjadi didasarkan atas karakteristik yang terdapat pada aset tetap berwujud berupa sulit dicuri serta kemudahan dalam pemantauan sebagaimana ditegaskan pula dalam Klapper dan Love (2004). Disisi lain peningkatan investasi aset tidak berwujud dapat meningkatkan kualitas *corporate governance*. Khanhel (2007) menunjukka perusahaan dengan aset tidak berwujud yang besar memiliki tata kelola yang bertambah kuat. Himmelberg *et al.*, (1999) Perusahaan yang menggunakan sebagian

besar aset tidak berwujud mungkin lebih cocok untuk menerapkan mekanisme tata laksana yang lebih cermat dalam bentuk tanda positif kepada investor. terkait pencegahan penyalahgunaan aset diwaktu mendatang.

Zulkali dan Samad (2007) Masalah dari kelembagaan yang sering ditemui diantaranya terdampak secara negatif oleh implementasi tata kelola yang baik. Gompers *et al* (2003) menyatakan bahwa penurunan laba perusahaan menjelaskan lemahnya kinerja *corporate governance*, Mengacu beberapa riset terdahulu di atas menghasilkan keterbaruan proksi, dimana *tangible fixed assets on sales* (TFAOS) digunakan sebagai pembaruan untuk deskripsi *agency cost*, artinya TFAOS menjadi proksi *agency cost*. Temuan riset diatas menegaskan unsur tata laksana perusahaan yang melingkupi kepemilikan manajerial, *leverage* dan ukuran dewan dapat mempegaruhi *agency cost*. *Agency cost* berperan mempengaruhi ROA (Kim and Lee, (2003); Herliana *et al.*, (2016) Lachheb & Slim (2017). Nilai perusahaan mungkin terpengaruh oleh biaya keagenan (Bae *et al.*, (1994); Wright *et al.*, (2009); Wang (2010); Fadah (2013)). Kepemilikan manajemen, *leverage* dan ukuran dewan mungkin dipengaruhi oleh biaya agensi. ROA dan nilai (tobins'q) dipengaruhi oleh biaya agensi. Hubungan antar variabel yang terjadi seperti yang dijelaskan oleh

Fachrudin (2011), Iryanto dan Wahyudi (2010), serta Maryam dan Ramadhani (2019). Ini memberikan interpretasi bahwa biaya agensi disesuaikan dan mengukur kinerja perusahaan dari perspektif akuntansi dan pasar.

2. TINJAUAN PUSTAKA

Secara teoritis, ikatan antara ukuran dewan dan prestasi perusahaan biasanya tidak selesai (Khabiya, Upadhyay, Srivastava, & Anandjiwala, 2014). Menurut teori keagenan, dewan direksi yang besar dapat meningkatkan anggaran administrasi, yang dapat memiliki efek negatif terhadap daya laba perusahaan (Yawson, 2006). Dewan yang besar bisa meningkatkan anggaran-anggaran dewan seperti honorarium, komisi perjalanan dan manfaat lainnya (Vafeas, 1999), yang selanjutnya hal ini diperoleh untuk meningkatkan biaya keagenan dan mengurugi nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Dewan kecil ditemukan kurang kuat dan efektif dibandingkan dengan dewan yang berukuran besar dalam pengkajian yang dilakukan oleh Pearce dan Zahra (1992); Singh dan Davidson (2003). Florackis dan Ozkan (2008); Beiner, Drobetz, Schmid, dan Zimmermann (2004); dan Eisenberg, Sundgren, dan Wells (1998) mengungkapkan ukuran dewan berkorelasi

negatif perputaran aset. sementara Xie, Davidson, dan DaDalt (2003) menemukan dewan yang lebih besar dikaitkan dengan aktivitas manajemen laba yang lebih sedikit.

Teori keagenan menjelaskan masalah yang dihadapi pemegang saham memberikan layanan atas nama manajer (Jensen & Meckling, 1976). Wewenang seorang manajer adalah bertindak untuk keuntungan pribadi dan dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Terjadi perbedaan tujuan antara prinsipal dan agen sebagai pintu masuk lahirnya konsep pengelolaan perusahaan yang baik. Garvey dan Swan (1994) menegaskan “Tata kelola menentukan bagaimana pembuat keputusan (eksekutif) puncak perusahaan sebenarnya mengelola kontrak yang disepakati. Shleifer dan Vishny (1997) mengatakan tata kelola perusahaan sebagai cara penyalur keuangan kepada perusahaan untuk meyakinkan diri mereka sendiri atas pengembalian investasinya.

Corporate governance yang lebih ketat, memberikan signal bahwa kinerja perusahaan semakin baik, sehingga hasil yang maksimal dalam pengembalian berupa *return* kepada *stakeholders*. Pemegang saham menggunakan mekanisme *corporate governance* sebagai alat memaksimalkan kinerja perusahaan baik dari perspektif keagenan, akuntansi

serta pasar. Perusahaan yang lemah dalam *monitoring* biasanya menggunakan preferensi manajemen resiko mereka melalui mekanisme *corporate governance*, (Lel, 2012). Himmelberg dkk. (1999); Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa masalah *principal-agent* tidak sama di semua perusahaan, industri yang berbeda dan juga budaya yang berbeda. Pandangan McColgan (2001); Khan (2011) masalah keagenan dapat dikurangi dengan bantuan system tata laksana perusahaan yang efektif menjadi penting dalam mengurangi biaya agensi dan masalah kepemilikan di perusahaan.

Crutchley dan Hansen (1989) perusahaan meningkatkan kepemilikan manajemen untuk menyelaraskan pemegang saham dan posisi manajemen untuk bertindak sesuai dengan kehendak pemegang saham. Dempsey dan Laber (1992) masalah keagenan sangat dipengaruhi oleh *insider ownership*. Morck (1988) mengatakan ketika manajer memegang terlalu besar kendali dalam perusahaan, *external shareholder* akan kesulitan untuk mengendalikan aktivitas manajer. Kepemilikan manajerial untuk mengurangi masalah keagenan menunjukkan hubungan antara kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan dengan proksi *return on asset* dikemukakan Cui dan Mak (2002); Wahba (2013); Wellalage dan Locke (2014);

Kamardin (2014) menemukan Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap ROA. Dalam argumentasi Mandac dan Gumus (2010); Allam (2018) bahwa kepemilikan manajerial tidak selamanya memberikan dampak baik yaitu kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap ROA.

***Audit commitee* berperan dalam menyuarakan, menelaah dan mengawasi independensi dan objektivitas auditor eksternal,** memastikan pengungkapan informasi akuntansi yang adil dan tepat waktu oleh manajer kepada pemegang saham serta membantu menghindari penipuan keuangan dan meningkatkan kinerja perusahaan Chong, 2015). Pearce dan Zahra (1992) sebuah komite audit berukuran ideal memungkinkan anggotanya untuk menggunakan pengalaman dan keahlian mereka untuk kepentingan pemegang saham. Keberadaan komite audit sangat diperlukan untuk menjalankan perusahaan yang sehat, Suaryana (2005) menyatakan bahwa komite audit memiliki sasaran untuk membantu anggota dewan dalam mengawasi proses pelaporan keuangan oleh manajemen untuk meningkatkan kredibilitas pelaporan keuangan. Wei (2007); Scrimgeour (2010); Allam (2018) komite audit komite *return on asset* berpengaruh positif terhadap kinerja

perusahaan yang diproksikan. Pendukung teori keagenan Hillman dan Dalziel (2003) berpendapat bahwa audit yang lebih besar akan menghilangkan proses pemantauan dan pengurangan kinerja perusahaan. Ghabayen (2012) memperkuat temuan bahwa komite audit tidak memberikan kontribusi terhadap kinerja keuangan ROA.

Cui dan Mak (2002); Wei (2007); Chen dan Chen (2011). Lachheb dan Slim (2017) mengatakan penggunaan hutang belum mampu memberikan hasil yang baik, karena *leverage* perusahaan berdampak negatif atas kinerja perusahaan (ROA). Wellalage dan Locke (2014); Salehi dkk. (2018) menemukan bahwa *leverage* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *return on asset*. Penambahan hutang ke struktur modal mengurangi penggunaan saham yang mengurangi biaya agensi ekuitas. Perusahaan memiliki berkewajiban untuk membayar Kembali pinjaman dan membayar bunga dengan teratur. Sumber modal hutang memungkinkan manajer bekerja secara optimal untuk meningkatkan keuntungan sehingga dapat memenuhi kewajibannya terhadap penggunaan hutang. Sebagai akibat dari peningkatan dan resiko kebangkrutan (Crutchley & Hansen, 1989). Penggunaan hutang terlalu besar akan memiliki masalah pertahanan (Grossman & Hart,

1982). *Leverage* sebagai komponen upaya *monitoring eksternal*, yang disoroti oleh Kusuma dan Susanto (2004) menekankan bahwa penggunaan hutang akan mengurangi *agency problem* keagenan berkurangnya *free cash flow* yang akan mengurangi arus kas yang tersedia dan mengurangi daya beli manajemen yang berlebihan.

Berbagai kriteria telah digunakan untuk mengevaluasi dan mengukur prestasi perusahaan. Kriteria berbasis pasar dalam mengukur kinerja keuangan perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1978). Balasubramanian et al., (2008); Al-ahdal, Alsamhi, Tabash, dan Farhan (2020) *tobin's q* digunakan sebagai proksi mengukur nilai perusahaan. Fama (1978) nilai perusahaan tercermin dari harga saham. *Tobin's q* memiliki keunggulan dari *profit margin*, ROA sebagai indikator keuangan yang berdasarkan pada *historical accounting performance* lainnya karena merefleksikan ekspektasi pasar sehingga relatif bebas dari kemungkinan manipulasi manajemen perusahaan. Scrimgeour (2010) menegaskan meskipun *tobin's q* sebagai representasi pasar untuk mengetahui nilai perusahaan namun dipengaruhi berbagai faktor yang tidak stabil misalnya, psikologi investor, dan perkiraan pasar. Kinerja perusahaan dari sudut pandang akuntansi dapat diukur dengan *return on*

asset.

3. METODE PELAKSANAAN

Explanatory researches based digunakan sebagai desain penelitian untuk menganalisis kekuatan variabel eksogen dalam menerangkan variabel endogen. Nilai Perusahaan (NP), *Return On Asset* (ROA) dan *Agency Cost* (AC), sebagai variabel endogen digunakan untuk mendeskripsikan kinerja perusahaan, Variabel eksogen terdiri dari kepemilikan manajemen (KM), komite audit (KA), leverage (Lev), dan ukuran dewan direksi (UD), yang menjelaskan struktur tata kelola. Jumlah Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang memenuhi kriteria pengambilan sampel dengan metode purposive sampling, sehingga diperoleh 10 perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama 90 tahun. Data struktural yang setara dengan EM Data Struktural Part Persia (2013-2021) digunakan untuk uji-t.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Model PLS dievaluasi dengan melihat relevansi prediktif Q^2 , yang mengukur seberapa baik nilai yang diamati dihasilkan oleh model dan parameter yang diestimasi. Nilai Q^2 yang lebih besar dari nol menunjukkan bahwa model tersebut relevan secara prediktif, dan nilai yang

lebih kecil dari nol menunjukkan bahwa model tersebut tidak relevan secara prediktif. Tabel 1 menggambarkan uji Stonegeiser (Q^2) dan uji indeks goodness-of-fit (GoF), dimana hasil Q^2 untuk masing-masing variabel endogen dalam model memiliki nilai $Q^2 > 0$, artinya acuan tersebut mempunyai keterkaitan prediktif. Goodness-of-fit (GoF) dipakai untuk memvalidasi seluruh acuan terhadap nilai GoF menggunakan pendekatan eksponen fit standar dari 0 hingga 1.

Tabel 2. Uji Stone-geisser dan Goodness of fit

Variabel	Q^2	NFI
Nilai perusahaan	0,183 (lebih besar dari 0)	1,000 (tinggi)
Return on asset	0,095 (lebih besar dari 0)	1,000 (tinggi)
Agency cort	0,101 (lebih besar dari 0)	1,000 (tinggi)

Nilai indeks kecocokan bernorma (NFI) berfungsi sebagai ukuran kecocokan relatif suatu model dengan model dasar atau nol. Model nol umumnya mencerminkan model di mana setiap variabel yang termasuk dalam model estimasi tidak terkait. Nilai NFI untuk ketiga variabel tersebut adalah 1.000 yang artinya semua model dalam penelitian ini memiliki taraf baik 100%

Tabel 3. Koefisien jalur sub-struktur

Hubungan Variabel	Original Sample (O)	T Statistik (O/STDEV)	P Values
KM->AC	0.098	0.954	0.340
Lev->AC	-0.285	5.307	0.000*
UD ->AC	0.226	2.416	0.016**
KM-> ROA	-0.023	0.394	0.694
Lev ->ROA	-0.562	5.372	0.000*
UD ->ROA	0.033	0.245	0.806
AC-> ROA	-0.354	3.299	0.001*
KM -> NP	-0.107	0.944	0.345
Lev -> NP	-0.209	2.140	0.033**
UD -> NP	0.145	0.838	0.403
AC -> NP	-0.263	2.595	0.010*
ROA ->NP	0.464	4.276	0.000*

Ket: *signifikan pada $\alpha=1\%$, **sign pada $\alpha 5\%$, ***sig pada $\alpha 10\%$

Sumber: Hasil olahan SmartPLS

Tabel 4. Specific Indirect Effects

Hubungan dengan mediasi	Original Sample (O)	T Statistik (O/STDEV)	P Values
Lev -> AC -> ROA	0.115	2.915	0.005*
UD -> AC -> ROA	-0.125	2.022	0.011**
Lev -> AC -> NP	0.085	2.612	0.009*
UD -> AC -> NP	-0.067	2.477	0.014**

*signifikan pada $\alpha=1\%$, **sign pada $\alpha 5\%$, ***sig pada $\alpha 10\%$

Sumber: Hasil olahan SmartPLS

Leverage, diukur sebagai debt to equity, memiliki dampak yang substansial terhadap biaya agensi. Hasil penelitian menegaskan bahwa realisasi minimisasi biaya keagenan dirasakan dalam arah negatif dalam hubungan antara kedua

belah pihak, karena intervensi dana kreditur mendorong agen untuk mengurangi investasi pada modal berwujud dan tetap dan meningkatkan aset tidak berwujud. Hal ini mendukung temuan He dan Li (2008). Nozari (2016).

Seperti dicatat oleh Florackis dan Ozkan (2008), leverage memiliki efek positif pada biaya agensi. Khan dkk. (2012); Nazir dkk., (2012). Alfadhl dan Alabdullah (2013) Leverage tidak mempengaruhi biaya keagenan. Ukuran dewan memiliki dampak yang signifikan terhadap biaya agensi, subjek penelitian ini, yang berarti menerima tinjauan oleh Florackis dan Ozkan (2008). Beine dkk. (2004); Eisenberg dkk. (1998) tidak setuju melalui subjek Pearce dan Zahra (1992). Singh dan Davidson (2003) menyimpulkan terdapat dampak negatif pada biaya keagenan. Perusahaan dengan aset tetap berwujud yang tinggi dapat menurunkan bobot tata laksana perusahaan, menyiratkan di bawah pengaruh kecenderungan direksi sebagai manajer perusahaan untuk meningkatkan investasi mereka dalam aset tetap berwujud. Kualitas tata kelola perusahaan mungkin buruk, dalam bentuk partisipasi direksi sebagai pemilik perusahaan melalui kepemilikan saham yang dikelola dengan motivasi yang sama bersama dengan pemilik lainnya untuk meningkatkan nilai aset tetap berwujud. Merupakan keputusan yang dibuat oleh seorang direktur dalam bentuk mengkompromikan seluruh komponen yang diterapkan dalam tata kelola perusahaan. Jika elemen tata kelola dilemahkan oleh efek peningkatan aset tetap berwujud dewan, biaya agensi dapat

meningkat secara signifikan. Klapper dan Love (2004) Temuan mereka mengkonfirmasi kebenaran masalah ini.

Meskipun tidak sepenting yang dikonfirmasi oleh temuan kami, biaya agensi akan meningkat dengan kepemilikan administratif. Perusahaan yang memiliki keseimbangan aset tetap yang tinggi, semakin tinggi kualitas tata kelola, semakin rendah efek investasi tetap dalam bentuk Klapper dan Love (2004), artinya sangat terbuka *agent* membuat keputusan merugikan *principal* yang menyebabkan tingginya *agency cost*. Besarnya investasi dalam aset tetap berwujud memberikan arti pemilik secara langsung dapat melakukan pengawasan kepada *agent* dalam mengelolah aset setiap aset tetap berwujud. Langkah keterlibatan pemilik dalam pengawasan aset tetap berwujud sangat mengganggu penerapan unsur *corporate governance* yang dipandang sebagai bentuk pelemahan dalam setiap mekanisme *corporate governance* Zulkafi dan Samad (2007) menemukan bahwa tata laksana perusahaan yang berdaya guna memiliki dampak negatif pada masalah keagenan. Pandangan Klapper dan Love (2004) bahwa terdapat korelasi negatif antara rasio aktiva tetap (jenis) dengan penjualan pemerintahan. Florackis dan Ozkan (2008); Alfadhl dan Alabdullah (2013);

Schäuble (2018) menemukan efek anggaran agensi. Hasil peneliti dalam penelitian serupa dengan hasil penelitian Allam (2018). Khan dkk. (2012) menemukan bahwa biaya keagenan tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan administratif.

Masalah keagenan dapat dikurangi ketika manajer memiliki kepemilikan saham perusahaan, dan manajer kepemilikan saham diperlihatkan sebagai dorongan untuk mengembangkan nilai perusahaan. Wida dan Suartana (2014); Mandac dan Gumus (2010) dalam penelitiannya mendukung temuan bahwa kepemilikan manajemen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan arah ikatan negatif antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan konsisten dengan Mandac dan Gumus (2010). Tidak konsisten dengan Wellalage dan Locke (2014), Fahlenbrach dan Stulz (2009). Ruan dkk. (2011); Wellalage dan Locke (2014); Kamardin (2014) menemukan bahwa kualitas perusahaan secara substansial dan positif dipengaruhi oleh kepemilikan manajemen.

Leverage memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sebagai hasil penelitian, yang mana Chen et al. (2003); Mandac dan Gumus (2010); Chen dan Chen (2011); Fosu, Danso, Ahmad, dan Coffie (2016), sebuah invensi dengan ikatan dalam arah yang berbeda dijelaskan

kepemilikan manajemen terhadap oleh Ross (1977). Jensen dan Meckling (1976); Park dan Jang (2013) mengatakan bahwa leverage memiliki efek positif (+) terhadap nilai perusahaan. Cherita dkk. (2018) Temuan penelitian menunjukkan nilai perusahaan dengan ukuran dewan tidak mempunyai pengaruh. Ukuran dewan direksi lebih dari 10 dianggap berlebihan (Lipton & Lorsch, 1992) menyebabkan penurunan kinerja perusahaan. Mak dan Li (2001) membuktikan bahwa nilai perusahaan berhubungan dengan kecilnya ukuran dewan komisaris. Temuan penelitian sejalan dengan Kamardin (2014); Al-Sahafi dkk. (2015).

Hubungan negatif *agency cost* mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan sebagai temuan penelitian. Bae dkk. (1994); Wright dkk. (2009); Wang (2010); Fadah (2013); Khidmat dan Rehman (2014) secara bersamaan mengungkapkan nilai perusahaan dipengaruhi secara negatif oleh *agency cost*, artinya mendukung hasil temuan penelitian. Perusahaan mampu menciptakan laba maka memberikan dampak meningkatnya harga saham, artinya mendukung hasil temuan peneliti bahwa *return on asset* berpengaruh relevan dengan arah hubungan positif terhadap nilai perusahaan. Rosikah dkk. (2018); Wardani dan Hermuningsih (2011); Chen dan Chen (2011); Hermuningsih (2013);

Chen dkk. (2003); Sari dan Abundanti Mas'ud, dan Su'un (2015); Wijaya dan Sedana (2015); Lestari dan Armayah (2016); Pramana dan Mustanda (2016) memperkuat temuan penelitian bahwa pada saat ROA meningkat maka pasar merespon secara positif artinya nilai perusahaan dipersepsikan meningkat.

Return on asset tidak dipengaruhi kepemilikan manajerial menjadi temuan penelitian sekaligus mendukung argumentasi Mandac dan Gumus (2010); Allam (2018). Cui dan Mak (2002); Wahba (2013); Wellalage dan Locke (2014); Kamardin (2014) mengungkapkan *return on asset* menjadi positif sebagai dampak kepemilikan manajerial. Ghabayen (2012); Kamardin (2014); Salehi dkk. (2018) tidak ditemukan hubungan relevan antara ukuran dewan terhadap ROA, artinya mendukung temuan penelitian. Al-Sahafi dkk. (2015) mengklaim ukuran dewan secara substansial terkait afirmatif dengan ROA. *Agency cost* berpengaruh secara substansial dengan arah negatif terhadap *return on asset*, artinya mendukung Lachheb dan Slim (2017) dari perspektif hubungan meskipun tidak signifikan.

Kedudukan *agency cost* Karena mediasi menjadi penting untuk beberapa variabel eksogen. Temuan penelitian teridentifikasi *leverage* dan ukuran dewan secara langsung berpengaruh substansial terhadap

(2014); Rasyid, Mahfudnurnajamuddin, *agency cost*, dan *agency cost* mampu mempengaruhi secara signifikan dengan arah negatif terhadap ROA. Suatu interpretasi bahwa ROA dapat dipengaruhi *leverage* dan ukuran dewan melalui *agency cost* secara signifikan. Tinjauan perspektif signifikan terjadi pengaruh langsung *leverage* terhadap ROA, jika dikomparasikan peranan *agency cost* sebagai mediasi dalam pengaruh *leverage* terhadap ROA mempunyai tingkat signifikan lebih rendah namun hubungannya positif, artinya pengaruh *leverage* secara langsung lebih kuat daripada dengan mediasi terhadap ROA. Keberadaan *agency cost* sebagai mediasi dapat merubah arah hubungan *leverage* terhadap ROA menjadi positif. Hubungan positif *leverage* terhadap ROA dengan mediasi *agency cost* menggambarkan kebijakan investasi dalam aset tetap berwujud menurun karena bisnis menggunakan utang sebagai sumber pendanaan.

Berperan sebagai mediasi, *agency cost* mampu mengalokasikan *Leverage* dan ukuran dewan untuk berkontribusi pada pengaruh secara signifikan mengenai nilai perusahaan. Kedudukan *agency cost* dalam pengkajian ini berhasil memediasi pengaruh ukuran dewan terhadap nilai perusahaan secara signifikan dengan arah negatif, artinya meingkatkan *agency cost*

sebagai sumbangsi dari ukuran dewan perusahaan BUMN. Efek leverage pada nilai perusahaan melalui anggaran agensi telah terbukti mewujudkan nilai yang jauh lebih rendah jika dibandingkan dengan efek langsung. *Agency cost* dengan proksi aset tetap berwujud (*tangible fixed assets*) perusahaan atas penjualan (*sales*) atau *tangible fixed assets on sales* (TFAOS) mampu memposisikan diri sebagai *intervening*.

5. SIMPULAN

Berdasarkan temuan penelitian dan analisis di atas dapat disimpulkan sebagai berikut: bahwa kepemilikan manajerial dan ukuran dewan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan ROA, sedangkan *leverage* berpengaruh. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *agency cost*. Leverage dan ukuran dewan berpengaruh terhadap *agency cost*. *Agency cost* berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan ROA. Dalam perannya sebagai mediasi *leverage* dan ukuran dewan berhasil berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan mediasi *agency cost*. Leverage dan ukuran dewan berpengaruh terhadap ROA dengan mediasi *agency cost*.

Hasil temuan diharapkan berkontribusi bagi perusahaan BUMN dalam mengaplikasikan setiap unsur tata kelolah

dapat berdampak buruk terhadap nilai terhadap kinerja perusahaan dalam perspektif pasar, akuntansi dan keagenan. Pengelolaan asset tetap berwujud telah terbukti sebagai faktor agen dan berkontribusi dalam menimbulkan *agency cost*.

6. DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A., & Mandelker, G. N. (1987). Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. *The Journal of Finance*, 42(4), 823–837.
- Agyemang-Mintah, P., & Schadewitz, H. (2018). Audit committee adoption and firm value: evidence from UK financial institutions. *International Journal of Accounting & Information Management*, 1–31. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2017-0048>
- Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. S. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance*, 51.
- Al-Mamun, A., Yasser, Q. R., Rahman, M. A., Wickramasinghe, A., & Nathan,

- T. M. (2014). Relationship Between Audit Committee Characteristics, External Auditors and Economic Value Added (EVA) of Public Listed Firms in Malaysia. *Corporate Ownership & Control*, 12(1), 899–910.
- Al-Matar, E. M., Al-Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. B. (2014). The Effect of Board of Directors Characteristics, Audit Committee Characteristics and Executive Committee Characteristics on Firm Performance in Oman: An Empirical Study. *Asian Social Science*, 10(11), 149–171.
- Al-Matari, Y. A., Al-Swidi, A. K., Fadzil, F. H. B., & Al-Matari, E. M. (2012). Board of Directors, Audit Committee Characteristics and Performance of Saudi Arabia Listed Companies. *International Review of Management and Marketing*, 2(4), 241–251.
- Al-Sahafi, A., Rodrigs, M., & Barnes, L. (2015). Does Corporate Governance Affect Financial Performance in The Banking Sector? Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(3), 1–26.
- Allam, B. S. (2018). The impact of board characteristics and ownership identity on agency costs and firm performance: UK evidence. *The International Journal of Business in Society*.
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/CG-09-2016-0184>
- Bae, S. C., Klein, D. P., & Padmaraj, R. (1994). Event Risk Bond Covenants, Agency Costs of Debt and Equity, and Stockholder Wealth. *Financial Management*, 23(4), 28–41.
- Balka, E., Doyle-Waters, M., Lecznarowicz, D., & FitzGerald, J. M. (2007). Technology, Governance and Patient Safety: Systems Issues in Technology and Patient Safety. *International Journal of Medical Informatics*, 76, S35–S47.
- Barnhart, S. W., & Rosenstein, S. (1998). Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis. *The Financial Review*, 33, 1–16.
- Chan, K. C., & Li, J. (2008). Audit Committee and Firm Value: Evidence on Outside Top Executives as Expert-Independent Directors. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 16–31.

- Chen, C. R., Guo, W., & Mande, V. (2003). Managerial ownership and Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, *11*, 267–283.
- Chen, L.-J., & Chen, S.-Y. (2011). The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. *Investment Management and Financial Innovations*, *8*(3), 121–129.
- Cheryta, A. M., Moeljadi, & Indrawati, N. K. (2018). Leverage, Asymmetric Information, Firm Value, and Cash Holdings in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, *22*(1), 83–93.
- Chong, G. (2015). International insurance audits and governance. *International Journal of Accounting & Information Management*, *23*(2), 152–168.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, *51*, 371–406.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, *18*(4), 36–46.
- firm valuation: Evidence from
- Cui, H., & Mak, Y. T. (2002). The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms. *Journal of Corporate Finance*, *8*, 313–336.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. *Accounting and Finance*, *45*, 241–267.
- Demougin, D., & Fluet, C. (2001). Monitoring versus incentives. *European Economic Review*, *45*, 1741–1764.
- Dempsey, S. J., & Laber, G. (1992). Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios: Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis. *The Journal of Financial Research*, *15*(4), 317–321.
- Fadah, I. (2013). Pengaruh Dividen dan Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan (Model Komparatif pada Perusahaan yang Menerapkan Corporate Governance dengan Intensitas Tinggi dan Rendah). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, *11*(2), 223–232.
- Fama, E. F. (1978). The Effects of a

- Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its *Economic Review*, 68(3), 272–284.
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2008). *Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms*.
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*, 46, 140–150.
- Gani, L., & Jermias, J. (2006). Investigating the effect of board independence on performance across different strategies. *The International Journal of Accounting*, 41, 295–314.
- Garvey, G. T., & Swan, P. L. (1994). The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm. *Journal of Corporate Finance*, 1, 139–174.
- Ghabayen, M. A. (2012). Board Characteristics and Firm Performance: Case of Saudi Arabia. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), 168–200.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In *The Security Holders. The American economics of information and uncertainty* (pp. 107–140). University of Chicago Press.
- Hermuningsih, S. (2013). Profitability, Growth Opportunity, Capital Structure and The Firm Value. *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, 116–136.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 353–384.
- Hsu, W.-Y., & Petchsakulwong, P. (2010). The Impact of Corporate Governance on the Efficiency Performance of the Thai Non-Life Insurance Industry. *The International Association for the Study of Insurance Economics*, S29–S49.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial*

- Economics*, 3(4), 305–360.
- Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kamardin, H. (2014). Ethics, Governance and Corporate Crime: Challenges and Consequences. *Ethics, Governance and Corporate Crime: Challenges and Consequences Developments in Corporate Governance and Responsibility*, 6, 47–83. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/S2043-052320140000006002>
- Khan, H. (2011). A Literature Review of Corporate Governance. 2011 *International Conference on E-Business, Management and Economics IPEDR*, 25, 1–5.
- Khidmat, W. bin, & Rehman, M. U. (2014). Impact of Liquidity & Solvency on Profitability Chemical Sector of Pakistan. *Ekonomika Management Inovace*, 6(3), 3–13.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703–728.
- Kusuma, H., & Susanto, E. (2004). Efektifitas Mekanisme Bonding: Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of The Firm: Managerial Kasus Perusahaan-Perusahaan yang dikontrol Komisaris Independen. *Jurnal Akuntansi Dan Auditing Indonesia*, 8(1), 23–41.
- Lachheb, A., & Slim, C. (2017). The Impact of Free Cash Flow and Agency Costs on Firm Performance. *International Journal of Management and Applied Science*, 3(7), 94–101.
- Lang, L. H. P., Stulz, R. M., & Walkling, R. A. (1991). A test of the free cash flow hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 29, 315–335.
- Lel, U. (2012). Currency hedging and corporate governance: A cross-country analysis. *Journal of Corporate Finance*, 18, 221–237.
- Lestari, S. A., & Armayah, M. (2016). Profitability and Company Value: Empirical Study of Manufacture Companies in Indonesia Period 2009 - 2014. *Information Management and Business Review*, 8(3), 6–10.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505–527.

- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 59–77.
- Mak, Y. T., & Li, Y. (2001). Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 7, 235–256.
- Mandac, P. E., & Gumus, G. K. (2010). Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey. *Studies in Engineering Education Journal*, 57–66. <https://doi.org/10.2478/v10033-010-0005-4>
- McColgan, P. (2001). *Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective*.
- Morck, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation an Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
- Mustapha, M., & Ahmad, A. C. (2011). Agency theory and managerial ownership: evidence from Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, 26(5), 419–436.
- Nekhilia, M., Boubaker, S., & Lakhali, F. (2012). Ownership Structure, Voluntary R&D Disclosure and Market Value of Firms: The French Case. *International Journal of Business*, 17(2), 126–140.
- Osazuwa, N. P., & Che-Ahmad, A. (2016). The moderating effect of profitability and leverage on the relationship between eco-efficiency and firm value in publicly traded Malaysian firms. *Social Responsibility Journal*.
- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board Composition from a Strategic Contingency Perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411–438.
- Pramana, I. G. N. A. D., & Mustanda, I. K. (2016). Pengaruh Profitabilitas dan Size terhadap Nilai Perusahaan dengan CSR sebagai Variabel Pemoderasi. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(1), 561–594.
- Rasyid, A., Mahfudnurnajamuddin, Mas'ud, M., & Su'un, M. (2015). Effect of Ownership Structure, Company size and Profitability on Dividend Policy and Manufacturing Company's value in Indonesia Stock Exchange. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 9(20), 618–624.

- Rosikah, Prananingrum, D. K., Muthalib, D. A., Irfandy, M., Azis, & Rohansyah, M. (2018). Effects of *Engineering and Science*, 7(3), 6–14.
- Rostami, S., Rostami, Z., & Kohansal, S. (2016). The Effect of Corporate Governance Components on Return on Assets and Stock Return of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Procedia Economics and Finance*, 36, 137–146.
- Salehi, M., Mokhtarzadeh, M., & Adibian, M. S. (2018). The Effect of Audit Committee Characteristics and Auditor Changes on Financial Restatement in Iran. *Revista de Metodos Cuantitativos Para La Economia Y La Empresa*, 31(397–416).
- Sari, P. I. P., & Abundanti, N. (2014). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan dan Leverage terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen*, 3(5).
- Scrimgeour, K. R. S. L. F. (2010). The efficacy of principle- based corporate governance practices and firm financial performance: An empirical investigation. *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 190–219.
- Return on Asset, Return On Equity, Earning Per Share on Corporate Value. *The International Journal of* <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/17439131011056224>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Short, H., & Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 5, 79–101.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E., & Kartika, A. (2012). The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange. *American International Journal of Contemporary Research*, 2(12), 30–40.
- Vafeas, N. (1999). The Nature of Board Nominating Committees and Their Role in Corporate Governance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(1 & 2), 199–225.
- Vafeas, N. (2005). Audit Committees, Boards, and the Quality of Reported Earnings. *Contemporary Accounting Research*, 22(4), 1093–1122.

- Wahba, H. (2013). Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence from Egypt. *Journal of Management and Governance*, 18(4).
- Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal Service Science & Management*, 3, 408–418. <https://doi.org/10.4236/jssm.2010.34047>
- Wardani, D. K., & Hermuningsih, S. (2011). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan dan Kebijakan Hutang sebagai variabel Intervening. *Siasat Bisnis*, 15(1), 27–36.
- Wei, G. (2007). Ownership Structure, Corporate Governance and Company Performance in China. *Asia Pacific Business Review*, 13(4), 519–545. <https://doi.org/10.1080/13602380701300130>
- Wellalage, N. H., & Locke, S. (2014). Ownership Structure and Firm Financial Performance: Evidence from Panel Data in Sri Lanka. *Journal of Business Systems, Governance and Ethics*, 7(1), 52–65.
- Wijaya, B. I., & Sedana, I. B. P. (2015). Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen dan Kesempatan Investasi sebagai variabel Mediasi). *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(12), 4477–4500.
- Wright, P., Kroll, M., Mukherji, A., & Pettus, M. L. (2009). Do the contingencies of external monitoring, ownership incentives, or free cash flow explain opposing firm performance expectations? *The Journal of Management and Governance*, 13, 215–243. <https://doi.org/10.1007/s10997-008-9063-8>
- Zraiq, M. A. A., & Fadzil, F. H. B. (2018). The Impact of Audit Committee Characteristics on Firm Performance: Evidence from Jordan. *Scholar Journal of Applied Sciences and Research*, 1(5), 39–42.