

Nilai Perusahaan dalam Perspektif Mekanisme Monitoring melalui Faktor Keagenan

Ashari Sofyaun^{1✉}, Rini Rahmawati², Asrid Juniar³

¹Pendidikan Ekonomi, Universitas Balikpapan

^{2,3}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lambung Mangkurat

Abstrak

Mekanisme monitorong dalam perannya mempengaruhi nilai perusaha langsung maupun dengan mediasi biaya keagenen menjadi fokus penelitian. Perusahaan BUMN di Bursa Efek Indonesia menjadi objek penelitian dengan masa periode 2013 -2021 dengan pendekatan metode *purposive sampling*. Analisis multivariat SEM-PLS digunakan sebagai teknik analisis data. Unsur mekanisme monitoring seperti *leverage* dan ukuran dewan mempengaruhi faktor keagenan. Leverage, komite audit dan biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Biaya keagenan mampu memediasi *leverage* dan ukuran dewan dalam penelitian ini.

Kata kunci: mekanisme monitoring; nilai perusahaan; biaya keagenan.

Abstract

The monitoring mechanism in its role in influencing the value of the firm directly or by mediating agency costs is the focus of the research. State-owned companies on the Indonesia Stock Exchange became the object of research for the period 2013-2021 with a purposive sampling method approach. SEM-PLS multivariate analysis was used as a data analysis technique. The elements of the monitoring mechanism such as leverage and board size affect the agency factor. Leverage, audit committee and agency costs have an effect on firm value. Agency costs are able to mediate leverage and board size in this study.

Keywords: monitoring mechanism; firm value; agency costs.

Copyright (c) 2022 Ashari Sofyaun

✉ Corresponding author :

Email Address : ashari.sofyaun@uniba-bpn.ac.id

PENDAHULUAN

Proses terjadinya penyerahan kewenangan kepada *agent* pada perusahaan modern dipandang sebagai embrio terbentuknya keagenan. Konflik kepentingan *principal* dan *agent* dalam perpektif Lei *et al.*, (2013) dikategorikan sebagai konflik agensi tipe I, sedangkan konflik agensi tipe II terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan investor minoritas. Pernyataan di atas memberikan makna tersirat bahwa konflik kepentingan dijumpai dalam perusahaan selama terdapat perbedaan kepentingan. Permasalahan perusahaan Badan Usaha Miliki Negara (BUMN) menjadi diskusi menarik beberapa tahun terakhir. PT Garuda Indonesia pada tahun 2018 membukukan laba bersih senilai US\$ 0,8 juta atau US\$ 809.846. Penyajian laporan keuangan tahun 2018 terbukti tak sesuai dengan ketentuan sehingga lembaga Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menjatuhkan sanksi untuk memperbaiki dan menyajikan

kembali laporan keuangan tahunan (LKT) periode 2018. Laporan keuangan tahun 2018 setelah perbaikan mengejutkan publik bahwa sesungguhnya perusahaan Garuda Indonesia mengalami kerugian US\$ 31,4 juta, suatu kondisi yang mendeskripsikan terjadinya konflik keagenan. Selain itu terdapat pula permasalahan lain berupa kinerja keuangan BUMN masih belum maksimal selama periode penelitian ini. Permasalahan BUMN mendeskripsikan bahwa terdapat masalah keagenan. Kompleksitas suatu konflik diperlukan tindakan pengawasan disiplin untuk memastikan kinerja *agent* sejalan ekspektasi pemilik yang teridentifikasi dari minimnya permasalahan keagenan.

Kebijakan memaksimalkan nilai perusahaan dapat diwujudkan melalui implemmentasi mekanisme monitoring yang merupakan bagian dari unsur tata kelola perusahaan. Core, Holthausen, dan Larcker (1999) tata kelola perusahaan yang lebih lemah mendeskripsikan besarnya faktor keagenan. Ionescu (2012) perusahaan dapat mengurangi biaya modal dan meningkatkan nilai pasar pada saat meningkatkan praktek tata kelola perusahaan. Tata kelola perusahaan mengurangi konflik keagenan *agent* dan pemegang saham, perbaikan tata kelola dikaitkan dengan kualitas pendapatan yang lebih tinggi dan tingkat kegiatan manajemen laba lebih rendah (Vafeas, 2005). Jensen (1986) tata kelola perusahaan mampu meminimalisasi masalah keagenan yang terdeskripsi dari nilai *agency cost*.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan struktur kepemilikan sebagai suatu langkah mengikat manajerial membuat kebijakan operasional mengarah pada kepentingan pemilik. Davidson, Goodwin-Stewart, dan Kent (2005) mengungkapkan komite audit sebagai mekanisme monitoring yang memberikan proteksi terbaik untuk menjaga kredibilitas dan aktivitas audit, serta mekanisme monitoring internal lain seperti ukuran dewan. Monitoring eksternal dapat dilakukan berupa *level debt financing* (Barnhart & Rosenstein, 1998; Nekhilia dkk., 2012). Demougin dan Fluet (2001) dalam upaya meminimalkan masalah keagenan antara upaya *monitoring* dan upaya *bonding* saling bersubstitusi.

Nilai perusahaan dapat diukur menggunakan proksi *tobins q* dan untuk kepemilikan manajerial diukur dengan proporsi saham biasa yang dimiliki dewan direksi dibagi total saham biasa beredar; kepemilikan manajerial dengan total saham beredar; kepemilikan manajerial dengan total saham beredar; persentase kepemilikan saham direktur eksekutif diungkapkan masing-masing oleh Chen, Guo, dan Mande (2003); Fahlenbrach dan Stulz (2009); Wellalage dan Locke (2014); Kamardin (2014), dengan temuan pengaruh positif kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Hubungan positif tetapi menurun kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan menjadi temuan Anderson dan Reeb (2004); McConnell, Servaes, dan Lins (2008), artinya tingkat kepemilikan manajerial yang rendah memiliki efek penyelarasan insentif, tetapi pada tingkat tinggi menimbulkan dampak keengganan risiko. Demsetz dan Lehn (1985); Wida dan Suartana (2014) kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, Suastini, Purbawangsa, dan Rahyuda (2016) menemukan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Wellalage dan Locke (2014) menegaskan kepemilikan manajerial lebih tinggi ($\geq 70\%$) dan persentase kepemilikan manajerial yang paling rendah (0%) dapat berhubungan negatif terhadap nilai perusahaan. Ukuran kepemilikan manajerial sangat beragam diungkapkan Cui dan Mak (2002) bahwa proksi paling banyak digunakan adalah total kepemilikan direksi dan manajemen, total kepemilikan direksi dan keluarga (Morck,

1988; Short & Keasey, 1999). Proksi kepemilikan manajerial yang sedikit digunakan adalah kepemilikan CEO (Agrawal & Knoeber, 1996).

Pengawasan komite audit terhadap pengendalian internal perusahaan sangat urgen dalam memastikan pencapaian kinerja perusahaan (Chan dan Li, 2008). Hubungan komite audit dan nilai perusahaan diungkapkan Zrai dan Fadzil (2018) menggunakan ukuran jumlah anggota komite audit sebagai proksi dengan temuan komite audit berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Komite audit berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dikemukakan (Al-Matar, Al-Swidi, & Fadzil, 2014; Al-Sahafi, Rodriks, & Barnes, 2015) menggunakan jumlah anggota yang bertugas di komite audit sebagai proksi komite audit. Al-Matari, Al-Swidi, Fadzil, dan Al-Matari (2012) jumlah total direktur di komite audit sebagai proksi, yang menunjukkan komite audit berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan komite audit dengan faktor keagenan diungkapkan Krisnauli dan Hadiprajitno (2014) menggunakan jumlah anggota komite audit sebagai proksi; Hastori, Siregar, Sembel, dan Maulana (2015) jumlah anggota komite audit terhadap total anggota komisaris non-independen; Allam (2018) dummy nilai 1 jika nominasi komite terdiri dari tiga anggota setidaknya dengan mayoritas anggota independen, dengan setiap proksi yang berbeda untuk *agency cost* yakni total asset dibagi dengan total penjualan perusahaan; total biaya operasi administrasi dan umum atas total penjualan; *free cash flow* dan perputaran asset, dan hasil temuannya bahwa komite audit berpengaruh negatif terhadap permasalahan keagenan. Schäuble (2018) menerangkan komite audit berpengaruh tidak signifikan terhadap *agency cost* yang merupakan deskripsi tingkat keagenan. Hastori dkk. (2015) meningkatnya konflik keagenan sebagai bentuk pertambahan anggota komite audit.

Sebagai komponen *monitoring* eksternal *leverage* dapat berpengaruh sehingga manajemen lebih efektif dalam penggunaan modal (Grossman & Hart, 1982; Stulz, 1990), sehingga dapat mengendalikan permasalahan keagenan. Florackis dan Ozkan (2008); Zhang dan Li (2008) menggunakan ukuran *leverage* dengan total utang terhadap total asset. Khan, Kaleem, dan Nazir (2012); Nozari (2016) mengukur efek total utang maupun utang jangka panjang terhadap *free cash flow* sebagai proksi keagenan menyimpulkan *leverage* berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan, Alfadhl dan Alabdullah (2013) *leverage* tidak berpengaruh terhadap konflik keagenan. Cheng dan Tzeng (2011); Wellalage dan Locke (2014) mengatakan *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. *Leverage* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan diungkapkan Osazuwa dan Che-Ahmad (2016).

Barnhart dan Rosenstein (1998) pengawasan melalui peranan ukuran dewan diharapkan memberikan kontribusi. Conyon dan Peck (1998) menemukan hubungan negatif ukuran dewan dan kinerja perusahaan. Mak dan Li (2001) menemukan *tobin's q* dikaitkan dengan ukuran dewan kecil. Kamardin (2014); Al-Sahafi dkk. (2015) ukuran dewan signifikan dan positif terkait dengan *tobin's q*. Florackis dan Ozkan (2008) membuktikan ukuran dewan berkorelasi negatif terhadap perputaran aset, artinya meningkatnya faktor keagenan.

Permasalahan peningkatan faktor keagenan mencerminkan besarnya biaya keagenan yang menyebabkan penurunan nilai perusahaan Wang (2010). Nilai perusahaan menurun signifikan menjadi temuan Fadah (2013). Pengukuran tidak langsung dalam mengukur faktor keagenan berupa rasio pemanfaatan asset dikemukakan Singh dan Davidson (2003); Florackis dan Ozkan (2008); Jelinek dan

Stuerke (2009); Khan dkk. (2012); Allam (2018), ukuran langsung faktor keagenan berupa rasio penjualan dan biaya administrasi untuk penjualan Singh dan Davidson (2003); Florackis dan Ozkan (2008); Jelinek dan Stuerke (2009); dan rasio dari biaya operasi untuk penjualan (Ang, Cole, & Lin, 2000) sebagai proksi untuk biaya agensi.

Beberapa temuan empiris dijadikan dasar dalam menghasilkan keterbaruan yaitu Klapper dan Love (2004) yang menemukan korelasi negatif antara proporsi aset tetap (berwujud) atas penjualan terhadap tata kelola, disisi lain kepemilikan aset tidak berwujud memiliki *tobin's q* lebih tinggi. Temuan Klapper dan Love (2004) memberikan interpretasi bahwa karakteristik aset tetap berwujud sulit dicuri atau hilang memberikan kelonggaran dalam penerapan tata kelola perusahaan, kondisi ini menyebabkan unsur mekanisme monitoring tidak berperan secara efektif. Core dkk., (1999) perusahaan dengan tata kelola lebih lemah mengarahkan pada *agency problem* lebih besar. Lang, Stulz, dan Walkling (1991); Wright, Kroll, Mukherji, dan Pettus (2009) bahwa biaya agensi signifikan dalam kondisi tata kelola lemah. Temuan berbagai riset di atas memberikan ruang bahwa penggunaan aset tetap berwujud secara tidak langsung sebagai faktor lahirnya faktor keagenan karena terjadi pada saat lemahnya tata kelola perusahaan, dan rendahnya kualitas tata kelola sebagai dampak dari investasi aset tetap pemilik. Khanchel (2007) menjelaskan bahwa perusahaan dengan aset tidak berwujud yang besar mempunyai tata kelola lebih kuat. Himmelberg, Hubbard, dan Palia (1999) mengatakan perusahaan beroperasi dengan proporsi aset tidak berwujud besar lebih optimal dalam penerapan mekanisme tata kelola yang lebih ketat sebagai bentuk suatu sinyal positif kepada investor. Zulkafli dan Samad (2007) masalah agensi dipengaruhi secara negatif dengan praktik tata kelola yang baik. Gompers, Ishii, dan Metrick (2003) menemukan perusahaan dengan tata kelola lebih lemah memiliki laba yang relatif lebih rendah. Mengacu riset terdahulu menghasilkan celah dimana *tangible fixed assets on sales* (TFAOS) dijadikan keterbaruan dalam mendeskripsikan konflik keagenan.

Nilai perusahaan dapat dipengaruhi faktor keagenan (Bae *et al.*, (1994); Wright *et al.*, (2009); Wang (2010); Fadah (2013). Kepemilikan manajerial, *leverage* dan ukuran dewan dapat membentuk besar kecilnya tingkat keagenan, dan nilai perusahaan (*tobins'q*). Hubungan antara variabel memberikan interpretasi bahwa *agency cost* yang merepresentasikan tingkat keagenan menjadi mediasi dalam penelitian ini sebagaimana dilakukan Fachrudin (2011); Iryanto dan Wahyudi (2010); Maryam dan Ramadhani (2019) dalam mengukur nilai perusahaan.

METODOLOGI

Nilai perusahaan (NP) sebagai variabel endogen, sedangkan variabel eksogen meliputi kepemilikan manajerial (KM), Komite audit (KA), *leverage* (Lev), ukuran dewan (UD) yang mendeskripsikan tata kelola perusahaan. Faktor keagenan diukur dengan besarnya biaya keagenan (BK) dan berperan sebagai mediasi. Pendekatan *explanatory research* sebagai desain penelitian untuk mencari hubungan setiap variabel. Perusahaan badan usaha milik negara (BUMN) di BEI periode 2013 -2021 sebagai objek penelitian, dimana dalam memenuhi kriteria sampel dilakukan dengan pendekatan purposive sampling dan terdapat 10 perusahaan yang terakomodir dengan jumlah pengamatan berjumlah 90. Model Persamaan *Struktural Partial Least Square* (SEM-PLS) digunakan dalam menguji pengaruh setiap variabel penelitian.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Terdapat tahapan dalam mengevaluasi hubungan antara konstruk dapat dilihat dari koefisien jalur (*path coefficient*) yang menggambarkan kekuatan hubungan antara konstruk. Tanda *path coefficient* harus sesuai dengan teori yang dihipotesiskan, untuk menilai signifikan *path coefficient* dapat dilihat dari t test (*critical ratio*) yang diperoleh dari proses *bootstrapping* (*resampling method*).

Kekuatan variabel eksogen dalam menginterpretasikan variabel endogen dijelaskan dengan *r-square*. Nilai R^2 dalam PLS disebut juga *Q square predictive relevance*. Besarnya R^2 tidak pernah negatif dan paling besar sama dengan satu ($0 \leq R^2 \leq 1$).

Tabel 1. Hasil Koefisien Determinasi

Variabel endogen	<i>R-square</i>	Keterangan
Biaya keagenan	0,162	KM,KA, Lev, dan UD sebagai eksogen
Nilai perusahaan	0,104	KM,KA, Lev, UD, dan BK sebagai eksogen

Sumber: Hasil olahan data sekunder

Nilai *R-square* variabel biaya keagenan sebagai endogen memberikan makna terdapat 16,2% keterlibatan kepemilikan manajerial, komite audit, *leverage* dan ukuran dewan sebagai mekanisme monitoring dalam tata kelola perusahaan menginterpretasikan masalah keagenan dan selebihnya diterangkan faktor lain. Nilai perusahaan dengan koefisien determinasi 10,4% yang diterangkan unsur mekanisme monitoring dan faktor keagenan dan sisainya dijelaskan faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Model PLS dievaluasi dengan melihat Q^2 *predictive relevance* mengukur seberapa baik nilai observasi dihasilkan oleh model dan estimasi parameternya. Nilai Q^2 yang lebih besar dari 0 menunjukkan model memiliki *predictive relevance*, jika kurang dari 0 menunjukan model tidak memiliki *predictive relevance*. Tabel 2 mendeskripsikan uji *stone-geisser* (Q^2) dan uji *goodness of fit* (GoF) index, hasil Q^2 setiap variabel endogen pada model mempunyai nilai $Q^2 > 0$, artinya model memiliki *predictive relevance*. *Goodness of fit* (GoF) digunakan untuk validasi model secara keseluruhan dengan kriteria nilai GoF dengan pendekatan *normed fit index* yang besarnya antara 0 sampai 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)
Biaya keagenan	0,101 (lebih besar dari 0)	1,000 (tinggi)

Sumber: data sekunder setelah diolah

Nilai *normed fit index* (NFI) berperan sebagai ukuran kesesuaian model dengan basis komparatif terhadap *base line* atau model *null*. Model *null* umumnya mencerminkan suatu model yang menyatakan bahwa setiap variabel yang terdapat dalam model yang diestimasi tidak saling berhubungan. Nilai NFI untuk setiap variabel 1,000 maknanya bahwa keseluruhan model memiliki tingkat yang baik 100%.

Tabel 3. Koefisien jalur sub-struktur

Hubungan Variabel	Original Sample (O)	T Statistik (O/STDEV)	P Values
KM->BK	0.098	0.954	0.340
Lev->BK	-0.285	5.307	0.000*
UD ->BK	0.226	2.416	0.016**
KA->BK	-0.015	0.141	0.888

Lev -> NP	-0.209	2.140	0.033**
UD -> NP	0.145	0.838	0.403
KA->NP	0.189	1.661	0.097***
BK -> NP	-0.263	2.595	0.010*

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 -> BK -> NP	0.085	2.612	0.009*
UD -> BK-> 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 dengan *debt to equity* berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan. Temuan penelitian mengkonfirmasi bahwa keterlibatan dana yang bersumber dari kreditur mendorong *agent* mengurangi investasi aset tetap berwujud, dan meningkatkan aset tak berwujud sehingga terbentuknya minimalisasi *keagenan* yang terdeteksi dari hubungan keduanya dengan arah negatif, artinya mendukung temuan He and Li (2008); Nozari (2016). *Leverage* berpengaruh positif terhadap biaya keagenan diungkapkan Florackis dan Ozkan (2008); Khan dkk. (2012); Nazir *et al.*, (2012). Alfadhl dan Alabdullah (2013) *leverage* tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan. Ukuran dewan berpengaruh positif terhadap biaya keagenan, artinya mendukung Florackis dan Ozkan (2008); Beiner dkk. (2004); Eisenberg dkk. (1998), namun tidak senada dengan temaun Pearce dan Zahra (1992); Singh dan Davidson (2003) bahwa biaya keagenan dipengaruhi secara negatif. Perusahaan dengan nilai aset tetap berwujud semakin besar dapat menurunkan kualitas tata kelola perusahaan, penurunan dimaksud sebagai dampak dari pada kecenderungan *agent* meningkatkan investasi pada aset tetap berwujud. Rendahnya kualitas pada tata kelola perusahaan dapat terjadi pada saat *agent* ikut dalam kepemilikan perusahaan melalui saham manajerial, tentu memiliki motivasi sama seperti pemilik lainnya untuk meningkatkan nilai aset tetap berwujud. Pelemahan unsur tata kelola yang terdapat dalam unsur mekanisme monitoring maupun bonding sebagai dampak peningkatan aset tetap berwujud oleh dewan direktur sehingga menciptakan meningkatnya biaya keagenan. Klapper dan Love (2004) mengkonfirmasi pernyataan tersebut dalam temuannya.

Biaya agensi akan meningkat seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial, meskipun belum terjadi secara signifikan sebagaimana terkonfirmasi dalam temuan penelitian. Florackis dan Ozkan (2008); Alfadhl dan Alabdullah (2013); Schäuble (2018) terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap biaya keagenan. Allam (2018); Khan dkk. (2012) mengkonfirmasi *agency cost* tidak berpengaruh kepemilikan manajerial, artinya mendukung hasil temuan. Dampak investasi aset tetap berwujud diungkapkan Klapper dan Love (2004) bahwa perusahaan dengan proporsi aset tetap (berwujud) lebih tinggi memiliki kualitas tata kelola yang lebih rendah, artinya dampak pengelolaan aset tetap terhadap kelonggaran penerapan unsur monitoring yang ada dalam tata kelola perusahaan sehingga meningkatkan masalah keagenan. Penggunaan aset tetap berwujud memberikan makna lebih lanjut bahwa kemudahan pengawasan serta aset sulit di

curi membuat kelonggaran dalam mengaplikasikan unsur mekanisme monitoring sehingga kepentingan *principal* terabaikan (meningkatnya faktor keagenan). Zulkafli dan Samad (2007) menegaskan praktik tata kelola perusahaan yang baik berpengaruh negatif terhadap masalah agensi. Klapper dan Love (2004) mengungkapkan korelasi negatif proporsi aset tetap (berwujud) atas penjualan terhadap tata kelola. Komite audit tidak mempengaruhi biaya keagenan menjadi temuan penelitian, artinya mendukung Allam (2018); Schäuble (2018), dan tidak sejalan dengan Hastori dkk. (2015). Hasil temuan mendeskripsikan lebih lanjut bahwa keberadaan komite audit turut berkontribusi menciptakan kelonggaran dalam menerapkan mekanisme monitoring sebagai dampak aset tetap berwujud.

Kepemilikan saham manajer dipandang sebagai insentif meningkatkan nilai perusahaan. Wida dan Suartana (2014); Mandac dan Gumus (2010) mendukung hasil temuan peneliti bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tinjauan arah hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan sejalan dengan Mandac dan Gumus (2010); Wellalage dan Locke (2014), namun bertolak belakang dengan Fahlenbrach dan Stulz (2009); Ruan dkk. (2011); Wellalage dan Locke (2014); Kamardin (2014) bahwa nilai perusahaan dipengaruhi kepemilikan manajerial secara positif.

Leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan menjadi temuan penelitian, artinya mendukung Chen dkk. (2003); Mandac dan Gumus (2010); Chen dan Chen (2011); Fosu, Danso, Ahmad, dan Coffie (2016), temuan dengan arah hubungan berbeda dijelaskan Ross (1977); Jensen dan Meckling (1976); Park dan Jang (2013) bahwa *leverage* memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Cheryta dkk, (2018); Kamardin (2014); Al-Sahafi dkk, (2015) mengungkapkan anatar nilai perusahaan dan ukuran dewan tidak memiliki pengaruh, artinya sejalan dengan temuan penelitian. Komposisi ukuran dewan yang tepat membantu pencapaian kinerja perusahaan salah satunya nilai perusahaan. Mak dan Li (2001) menyatakan nilai perusahaan memiliki keterkaitan dengan ukuran dewan kecil. Hubungan negatif biaya keagenan dalam mempengaruhi nilai perusahaan menjadi temuan penelitian yang selanjutnya mendapat dukungan Bae dkk. (1994); Wright dkk. (2009); Wang (2010); Fadah (2013); Khidmat dan Rehman (2014).

Kedudukan biaya keagenan sebagai mediasi menjadi penting bagi beberapa variabel eksogen. Biaya keagenan berhasil memediasi *leverage* dan ukuran dewan untuk memberikan kontribusi pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Hubungan secara negatif ukuran dewan dalam mempengaruhi nilai perusahaan dengan mediasi biaya keagenan memberikan interpretasi bahwa timbulnya biaya keagenan sebagai dampak dari mengelola aset tetap berwujud mendorong dewan perusahaan dalam menciptakan kelonggaran tata kelola sehingga meningkatnya konflik keagenan dan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan melalui *biaya keagenan* menghasilkan nilai signifikan yang lebih kecil jika dikomporasikan dengan pengaruhnya secara langsung. Tinjauan hubungan *leverage* positif dalam mempengaruhi nilai perusahaan dengan mediasi biaya keagenan memberikan makna keterlibatan kreditur turut serta dalam pengawasan kinerja *agent* sangat dibutuhkan untuk menerapkan mekanisme monitoring yang berkualitas dalam mewujudkan meningkatnya nilai perusahaan. Hubungan positif *leverage* dengan nilai perusahaan menundakan kebijakan

investasi aset tetap berwujud berkurang sejalan dengan penggunaan utang sebagai sumber pendanaan.

SIMPULAN

leverage dan ukuran dewan berpengaruh terhadap biaya keagenan, sedangkan kepemilikan manajerial dan komite audit tidak berpengaruh. Leverage, komite audit dan biaya keagenan masing-masing mempengaruhi nilai perusahaan, sedangkan ukuran dewan tidak berpengaruh. Peranan mediasi biaya keagenan dapat mengantarkan leverage dan ukuran dewan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, kepemilikan manajerial dan komite audit tidak berhasil dimediasi dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil temuan diharapkan mengkonfirmasi bahwa aset tetap berwujud terbukti sebagai faktor keagenan sebagai dampak kelonggaran dalam tata kelola perusahaan.

Referensi :

- 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.
- 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>
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209–237.
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81–106.
- 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, 1–1
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M., & Zimmermann, H. (2004). *An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland* (No. 34). Diambil dari <http://ssrn.com/abstract=489322>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- 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, 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.
- Cheng, M.-C., & Tzeng, Z.-C. (2011). The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management*, 3(2), 30–53.
- 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. Diambil dari <http://jurnal.unmer.ac.id/index.php/jkdp>
- 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.
- 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.
- Dar, L. A., Naseem, M. A., Rehman, R. U., & Niazi. (2011). Corporate Governance and Firm Performance a Case Study of Pakistan Oil and Gas Companies Listed in Karachi Stock Exchange. *Global Journal of Management and Business Research*, 11(8), 1–10.
- 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.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35–54.
- 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.
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2009). Managerial ownership dynamics and firm value. *Journal of Financial Economics*, 92, 342–361.
- Fama, E. F. (1978). The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. *The American Economic Review*, 68(3), 272–284.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Wonership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26.
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2008). *Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms*. Heslington.
- 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.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–155.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change. *Strategic Management Journal*, 15, 241–250.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In *The economics of information and uncertainty* (hlm. 107–140). University of Chicago Press.
- Hastori, Siregar, H., Sembel, R., & Maulana, T. N. A. (2015). Agency Costs, Corporate Governance and Ownership Concentration: The Case of Agro-industrial Companies in Indonesia. *Asian Social Science*, 11(18), 311–319.
- 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.

- Ionescu, L. (2012). Effects of Corporate Governance on Firm Value. *Economics, management, and financial markets*, 7(4), 215–220.
- Jelinek, K., & Stuerke, P. S. (2009). The nonlinear relation between agency costs and managerial equity ownership: Evidence of decreasing benefits of increasing ownership. *International Journal of Managerial Finance*, 5(2), 156–178. Diambil dari <http://dx.doi.org/10.1108/17439130910947886>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. Diambil dari <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, (3), 82–137.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of The Firm: Managerial 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>
- Khabiya, R., Upadhyay, D., Srivastava, A., & Anandjiwala, S. (2014). Simultaneous quantification of three bioactive lignans, viz., phyllanthin, hypophyllanthin and niranthin from *Phyllanthus amarus* using high-performance thin-layer chromatography. *JPC-Journal of Planar Chromatography-Modern TLC*, 27(4), 281–286.
- Khan, H. (2011). A Literature Review of Corporate Governance. *2011 International Conference on E-business, Management and Economics IPEDR*, 25, 1–5.
- Khan, M. K., Kaleem, A., & Nazir, M. S. (2012). Impact of Firm Capital Structure Decisions on Debt Agency Problem: Evidence for Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(8), 7897–7905.
- Khanchel, M. (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis. *Managerial Auditing Journal*, 22(8), 740–760. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/02686900710819625>
- 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.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375–400.
- Krisnauli, & Hadiprajitno, P. B. (2014). Pengaruh Mekanisme Tata Kelola Perusahaan dan Struktur Kepemilikan terhadap Agency Cost (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2012). *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(2), 1–1
- 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.
- Lei, Q., Lin, B., & Wei, M. (2013). Types of agency cost, corporate governance and liquidity. *Journal Accounting Public Policy*, 32, 147–172.
- 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*. Glasgow.
- McConnell, J. J., Servaes, H., & Lins, K. V. (2008). Changes in Insider Ownership and Changes in the Market Value of the Firm. *Journal of Corporate Finance*, 14(2), 92–106. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.02.001>
- Morck, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation an Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
- Nekhilia, M., Boubaker, S., & Lakhal, 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*.
- Park, K., & Jang, S. (Shawn). (2013). Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: A holistic analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 51–63.
- 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.
- Rahmat, M. M., & Iskandar, T. M. (2009). Audit committee characteristics in financially distressed and non-distressed companies. *Managerial Auditing Journal*, 24(7), 624–638.
- 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 Return on Asset, Return On Equity, Earning Per Share on Corporate Value. *The International Journal of Engineering and Science*, 7(3), 6–14.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- 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.
- Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. (2011). Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5(3), 73–92.
- Schäuble, J. (2018). The impact of external and internal corporate governance mechanisms on agency costs. *The International Journal of Business in Society*, 19(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/CG-02-2018-005>
- 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.
- Singh, M., & Davidson, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate

- governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance*, 27, 793–816.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics*, 26(1), 3–27.
- Suaryana, A. (2005). Pengaruh Komite Audit terhadap Kualitas Laba. *Simposium Nasional Akuntansi VIII Solo*, 147–158.
- Sucuahi, W., & Cambarihan, J. M. (2016). Influence of Profitability to the Firm Value of Diversified Companies in the Philippines. *Accounting and Finance Research*, 5(2), 149–153.
- 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.
- Thaib, I., & Dewantoro, A. (2017). Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening (Studi pada Perusahaan Transportasi Laut Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Riset Perbankan Manajemen Dan Akuntansi*, 1(1), 25–44. Diambil dari <http://www.jrpma.sps-perbanas.ac.id/index.php/jrpma/article/view/6>
- 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).
- Wang, G. Y. (2010). The Impacts of Free 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.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207–221.
- 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.
- 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>
- Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9, 295–316
- Zhang, H., & Li, S. (2008). *The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies*. Adelaide.
- Zingales, L. (1997). *Corporate Governance forthcoming in The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. Chicago.