P-ISSN: 3047-3527, E-ISSN: 3047-7018
JURAMA, Vol. 3, No. 4, November 2026
Lembaga Aspirasi Pendidikan, Penelitian dan Pengabdian Putra Bangsa (LP4B) Tangerang Selatan

PENGARUH MEKANISME PENGENDALIAN MASALAH KEAGENAN TERHADAP EFISIENSI OPERASIONAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Siti Jumelah[1*], **Yetina Gulo**[2]
[12] Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pamulang, Indonesia
Email: [1*] azrielzuna676@gmail.com, [2]yentyalrianty@gmail.com

ABSTRAK

Pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan berpotensi menimbulkan masalah keagenan, yaitu keadaan ketika manajer tidak selalu bertindak sesuai kepentingan pemegang saham, sehingga sumber daya perusahaan tidak digunakan secara efisien. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh mekanisme pengendalian masalah keagenan, yang terdiri atas kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan proporsi komisaris independen, terhadap efisiensi operasional perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder berupa laporan tahunan dan laporan keuangan [isi: jumlah] perusahaan manufaktur selama periode [isi: tahun awal]–[isi: tahun akhir] yang dipilih dengan teknik *purposive sampling*. Efisiensi operasional diukur dengan perputaran total aset, sedangkan ukuran perusahaan dan *leverage* digunakan sebagai variabel kontrol. Data dianalisis dengan regresi data panel setelah pemilihan model melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier, serta uji asumsi klasik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh [isi: arah dan signifikansi], kepemilikan institusional berpengaruh [isi: arah dan signifikansi], dan komisaris independen berpengaruh [isi: arah dan signifikansi] terhadap efisiensi operasional, dengan koefisien determinasi sebesar [isi: nilai Adjusted R^2]. Temuan ini memberikan masukan bagi perusahaan, investor, dan regulator dalam memperkuat tata kelola agar sumber daya perusahaan dimanfaatkan secara optimal.

Kata kunci: teori keagenan; kepemilikan manajerial; kepemilikan institusional; komisaris independen; efisiensi operasional

ABSTRACT

The separation between ownership and management of the company has the potential to cause agency problems, which are situations when managers do not always act in the interests of shareholders, so that the company's resources are not used efficiently. This study aims to analyze the influence of agency problem control mechanisms, consisting of managerial ownership, institutional ownership, and proportion of independent commissioners, on the operational efficiency of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The study uses a quantitative approach with secondary data in the form of annual reports and financial statements [content: number] of manufacturing companies during the period [content: early year]–[content: final year] selected by *purposive sampling technique*. Operational efficiency is measured by the total turnover of assets, while company size and *leverage* are used as control variables. Data were analyzed by regression of panel data after model selection through the Chow test, Hausman test, and Lagrange Multiplier test, as well as classical assumption test. The results showed that managerial ownership had an effect [content: direction and significance], institutional ownership had an effect [content: direction and significance], and independent commissioners had an effect [content: direction and significance] on operational efficiency, with a determination coefficient of [content: Adjusted R^2]. These findings provide input for companies, investors, and regulators in strengthening governance so that company resources are optimally utilized.

Keywords: agency theory; managerial ownership; institutional ownership; independent commissioner; operational efficiency.

PENDAHULUAN

Perusahaan modern dibangun di atas sebuah kesepakatan kepercayaan. Pemegang saham menyerahkan modalnya kepada manajer profesional dengan harapan modal tersebut dikelola sebaik mungkin, sementara manajer memperoleh wewenang untuk mengambil keputusan sehari-hari. Kesepakatan ini memungkinkan perusahaan tumbuh jauh melampaui kemampuan pendirinya, tetapi juga membuka celah persoalan yang klasik. Manajer memiliki kepentingan pribadi, seperti gaji, kenyamanan, dan reputasi, yang tidak selalu sejalan dengan kepentingan pemegang saham untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Ketika kepentingan itu berbeda, sumber daya perusahaan dapat digunakan secara boros, investasi dapat dipilih karena alasan pribadi, dan aset dapat dibiarkan menganggur. Persoalan inilah yang dalam ilmu manajemen dikenal sebagai masalah keagenan.

Skala persoalan ini sangat besar di tingkat global. Laporan OECD Corporate Governance Factbook 2023 mencatat bahwa terdapat hampir 44.000 perusahaan tercatat di seluruh dunia, dengan kapitalisasi pasar global mencapai 98 triliun dolar Amerika Serikat pada akhir 2022, naik dari 84 triliun dolar pada 2017 (Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2024). Investor institusional rata-rata memegang 44 persen ekuitas perusahaan tercatat di dunia. Angka-angka ini menunjukkan bahwa sebagian besar kekayaan perusahaan dunia dikelola oleh manajer atas nama jutaan pemilik yang tidak terlibat langsung dalam pengelolaan. Semakin besar dana yang dipercayakan, semakin besar pula kerugian yang dapat timbul apabila masalah keagenan tidak dikendalikan. Karena itu, mekanisme pengendalian masalah keagenan menjadi perhatian utama investor, regulator, dan akademisi di seluruh dunia.

Negara-negara terus memperbarui aturan tata kelola perusahaan untuk menjawab persoalan tersebut. Laporan OECD yang sama mencatat bahwa reformasi tata kelola perusahaan dilakukan di lebih dari 70 persen yurisdiksi pada 2021–2022, dan pedoman tata kelola perusahaan telah tersedia di hampir seluruh yurisdiksi yang dikaji (Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2024). Lebih dari 80 persen yurisdiksi juga mewajibkan pengungkapan struktur kelompok usaha, kepemilikan, dan transaksi antarperusahaan dalam satu kelompok. Persetujuan dewan atas transaksi signifikan dengan pihak berelasi diwajibkan atau dianjurkan di hampir semua yurisdiksi. Gelombang reformasi ini memperlihatkan keyakinan bahwa tata kelola yang baik bukan sekadar kepatuhan formal, melainkan prasyarat bagi penggunaan sumber daya yang efisien. Pertanyaannya adalah apakah mekanisme tersebut benar-benar meningkatkan efisiensi perusahaan dalam praktik.

Sektor manufaktur merupakan tempat yang tepat untuk menguji pertanyaan tersebut. Data Bank Dunia menunjukkan bahwa nilai tambah manufaktur menyumbang sekitar 19,1 persen produk domestik bruto Indonesia pada 2025, lebih tinggi daripada Jerman yang sebesar 17,6 persen dan Jepang yang sebesar 18,8 persen pada 2024 (World Bank, 2025). Korea Selatan, sebagai negara industri yang maju pesat, memiliki porsi manufaktur sebesar 27,4 persen, sedangkan porsi manufaktur Amerika Serikat sebesar 10,5 persen pada 2021. Perusahaan manufaktur mengelola aset fisik dalam jumlah besar, seperti pabrik, mesin, dan persediaan, sehingga keputusan manajer tentang penggunaan aset sangat menentukan efisiensi. Aset yang menganggur atau investasi yang tidak produktif akan langsung tercermin pada rendahnya penjualan yang dihasilkan dari setiap rupiah aset. Dengan demikian, sektor manufaktur menyediakan ukuran efisiensi yang jelas untuk menilai berhasil atau tidaknya pengendalian masalah keagenan.

Di Indonesia, pasar modal tumbuh pesat dan semakin banyak masyarakat yang menitipkan dananya kepada perusahaan tercatat. Bursa Efek Indonesia mencatat 934 perusahaan tercatat per 19 Juli 2024, naik dari 903 perusahaan pada akhir 2023 (Republika, 2024). Jumlah investor yang memiliki nomor tunggal identitas pemodal mencapai sekitar 13,2 juta, padahal enam tahun sebelumnya hanya sekitar 2,5 juta. Artinya, dalam waktu singkat jumlah pemilik perusahaan tercatat bertambah lebih dari lima kali lipat, dan sebagian besar dari mereka adalah investor perorangan yang tidak memiliki akses langsung untuk mengawasi manajemen. Kondisi ini memperbesar jarak antara pemilik dan pengelola perusahaan. Semakin lebar jarak tersebut, semakin penting mekanisme yang memastikan bahwa manajer bekerja untuk kepentingan seluruh pemilik.

Teori keagenan menawarkan beberapa mekanisme untuk mengendalikan masalah tersebut. Mekanisme pertama adalah kepemilikan manajerial, yaitu kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris, yang diharapkan menyelaraskan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham. Mekanisme kedua adalah kepemilikan institusional, yaitu kepemilikan saham oleh lembaga seperti dana pensiun, perusahaan asuransi, dan manajer investasi, yang diharapkan melakukan

pengawasan lebih ketat karena memiliki sumber daya dan keahlian. Mekanisme ketiga adalah dewan komisaris independen, yang diharapkan mengawasi manajemen secara objektif tanpa terikat kepentingan pemegang saham pengendali maupun manajemen. Ketiga mekanisme ini telah diatur dalam ketentuan tata kelola perusahaan tercatat di Indonesia. Namun, sejauh mana ketiganya benar-benar meningkatkan efisiensi operasional masih menjadi pertanyaan empiris.

Dalam kerangka teori keagenan, upaya mengendalikan perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajer menimbulkan biaya yang dikenal sebagai biaya keagenan. Biaya pertama adalah biaya pengawasan, yaitu biaya yang dikeluarkan pemilik untuk memantau perilaku manajer, misalnya melalui audit dan dewan komisaris. Biaya kedua adalah biaya pengikatan, yaitu biaya yang ditanggung manajer untuk meyakinkan pemilik bahwa ia akan bertindak sesuai kepentingan mereka, misalnya melalui pelaporan yang lebih terbuka. Biaya ketiga adalah kerugian residual, yaitu penurunan kesejahteraan pemilik yang tetap terjadi meskipun pengawasan dan pengikatan telah dilakukan. Kerugian residual inilah yang sering tampak dalam bentuk aset yang tidak produktif, beban yang berlebihan, dan keputusan investasi yang kurang tepat. Mekanisme pengendalian keagenan yang efektif seharusnya menekan kerugian residual tersebut, sehingga tercermin pada efisiensi operasional yang lebih tinggi.

Penelitian internasional memberikan bukti yang beragam tentang peran mekanisme tata kelola. Rooly (2021) meneliti pengaruh keberagaman dewan terhadap biaya keagenan pada perusahaan tercatat di Sri Lanka dengan pendekatan teori keagenan. Crifo dan Roudaut (2022) mengkaji bagaimana independensi dan keahlian dewan dapat memaksimalkan nilai perusahaan pada masa krisis ekonomi. Francisco (2023) menelaah biaya keagenan pada perusahaan milik negara dan menyerukan tata kelola serta independensi dewan yang lebih efektif. Hossain dan Islam (2025) meneliti hubungan kekeluargaan antara direktur utama dan ketua dewan terhadap kinerja perusahaan, dengan independensi dewan sebagai variabel pemoderasi, di negara berkembang. Kajian-kajian ini menunjukkan bahwa efektivitas mekanisme tata kelola sangat dipengaruhi oleh konteks negara dan struktur kepemilikan.

Di Indonesia, kajian mengenai struktur kepemilikan telah berkembang luas, tetapi sebagian besar berfokus pada kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Effendi dan Prima (2023) menganalisis pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia. Altania dan Tanno (2023) meneliti pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan perusahaan. Manurung dan Wijaya (2022) mengkaji pengaruh kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan blok, dan dewan direksi terhadap kinerja perusahaan. Hertina (2020) meneliti dampak kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan struktur modal terhadap profitabilitas di sektor pertanian. Fibriani dkk. (2022) menelaah pengaruh kepemilikan pemerintah, asing, manajerial, dan institusional terhadap kinerja keuangan perusahaan milik negara dengan tata kelola perusahaan sebagai variabel pemoderasi.

Kajian lain menghubungkan struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan. Dianty (2020) meneliti pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Silalahi dan Lestari (2023) mengkaji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan aktivitas pasar terhadap nilai perusahaan. Yuwono dan Aurelia (2021) menelaah profitabilitas, *leverage*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Alvina dkk. (2025) meneliti pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan manufaktur dengan tanggung jawab sosial perusahaan sebagai pemoderasi. Nadirsyah dan Arf (2020) juga mengkaji kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan komite audit terhadap nilai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Banyaknya kajian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan merupakan tema yang hidup dalam penelitian tata kelola di Indonesia.

Sejumlah penelitian secara eksplisit menggunakan teori keagenan sebagai landasan. Indy dkk. (2023) meneliti kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan nilai perusahaan dari perspektif teori keagenan. Safira dan Yusnaini (2024) mengkaji pengaruh biaya keagenan, modal intelektual, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan pada perusahaan LQ45. Pambudi (2020) serta Valeska dan Mulyana (2023) menelaah hubungan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dengan manajemen laba, yaitu salah satu wujud perilaku oportunistik manajer. Utami dan Dirman (2022) mengkaji kepemilikan institusional dan kepemilikan

manajerial dalam kaitannya dengan kesulitan keuangan, sedangkan Fransesca (2024) menelaah kaitannya dengan struktur modal. Rangkaian kajian ini memperlihatkan bahwa mekanisme pengendalian keagenan memengaruhi banyak aspek perilaku perusahaan.

Dari pemetaan tersebut terlihat adanya celah penelitian yang cukup jelas. Sebagian besar kajian di Indonesia mengukur hasil tata kelola melalui profitabilitas, nilai perusahaan, atau manajemen laba. Ukuran-ukuran tersebut penting, tetapi dipengaruhi oleh banyak faktor di luar kendali manajer, seperti harga saham, kondisi pasar, dan kebijakan akuntansi. Efisiensi operasional, yaitu kemampuan perusahaan menghasilkan penjualan dari aset yang dimilikinya, justru lebih langsung mencerminkan bagaimana manajer menggunakan sumber daya yang dipercayakan kepadanya. Padahal, teori keagenan pada dasarnya berbicara tentang penggunaan sumber daya secara boros atau efisien. Masih terbatasnya penelitian yang menguji pengaruh mekanisme pengendalian keagenan terhadap efisiensi operasional perusahaan manufaktur di Indonesia menjadi alasan utama penelitian ini.

Persoalan tata kelola juga memiliki dimensi kemanusiaan yang tidak boleh terlewat. Di balik setiap perusahaan manufaktur terdapat ribuan pekerja yang mata pencahariannya bergantung pada kelangsungan usaha, serta jutaan investor kecil yang menitipkan tabungan mereka di pasar modal. Ketika manajer menggunakan sumber daya secara boros, kerugiannya tidak hanya dirasakan oleh pemegang saham besar, tetapi juga oleh pekerja yang terancam kehilangan pekerjaan dan investor kecil yang kehilangan nilai tabungannya. Sebaliknya, tata kelola yang baik membantu perusahaan bertahan dalam masa sulit, menjaga lapangan kerja, dan memberikan imbal hasil yang adil. Kepercayaan masyarakat terhadap pasar modal juga sangat bergantung pada keyakinan bahwa perusahaan dikelola secara jujur dan efisien. Sudut pandang inilah yang hendak dijaga dalam penelitian ini.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini menawarkan kebaruan pada tiga hal. Pertama, penelitian ini menggunakan efisiensi operasional sebagai variabel terikat, sehingga mengukur dampak tata kelola pada penggunaan sumber daya secara lebih langsung. Kedua, penelitian ini menguji tiga mekanisme pengendalian keagenan sekaligus dalam satu model, sehingga peran masing-masing mekanisme dapat dibandingkan. Ketiga, penelitian ini menggunakan data panel perusahaan manufaktur selama beberapa tahun, termasuk periode pemulihan setelah pandemi, sehingga hasilnya mencerminkan kondisi terkini. Kombinasi tersebut diharapkan memperkaya kajian tata kelola perusahaan di Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini melengkapi kajian terdahulu yang lebih banyak berfokus pada nilai dan kinerja keuangan perusahaan.

Sejalan dengan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh mekanisme pengendalian masalah keagenan terhadap efisiensi operasional perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hipotesis pertama menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap efisiensi operasional. Hipotesis kedua menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap efisiensi operasional. Hipotesis ketiga menyatakan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif terhadap efisiensi operasional. Hipotesis keempat menyatakan bahwa ketiga mekanisme tersebut secara simultan berpengaruh terhadap efisiensi operasional. Secara praktis, hasil penelitian diharapkan menjadi masukan bagi perusahaan, investor, dan regulator dalam memperkuat tata kelola perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain eksplanatori berbasis data sekunder. Pendekatan kuantitatif dipilih karena tujuan penelitian adalah mengukur besarnya pengaruh mekanisme pengendalian keagenan terhadap efisiensi operasional, bukan menggali pengalaman secara mendalam dari sedikit informan. Desain eksplanatori dipilih karena penelitian menguji hubungan sebab akibat yang telah dirumuskan dalam hipotesis berdasarkan teori keagenan. Data sekunder dipilih karena seluruh variabel penelitian dilaporkan secara resmi dalam laporan tahunan dan laporan keuangan yang telah diaudit. Penggunaan data yang telah diaudit dan dipublikasikan juga meningkatkan keandalan serta memungkinkan penelitian diulang oleh peneliti lain. Desain ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang mengkaji struktur kepemilikan pada perusahaan manufaktur di Indonesia (Effendi & Prima, 2023).

Data yang digunakan berupa data panel, yaitu gabungan data antarperusahaan dan antarwaktu. Data diperoleh dari laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan situs resmi masing-masing perusahaan. Periode

pengamatan adalah [isi: tahun awal] sampai dengan [isi: tahun akhir], yang dipilih karena mencakup masa pandemi dan masa pemulihan sesudahnya. Penggunaan data panel memiliki keunggulan dibandingkan data potong lintang maupun deret waktu saja, karena dapat mengendalikan karakteristik perusahaan yang tidak teramati dan relatif tetap dari waktu ke waktu. Dengan jumlah pengamatan yang lebih besar, data panel juga menghasilkan estimasi yang lebih efisien. Seluruh data dihimpun secara manual dari laporan tahunan dan diperiksa ulang untuk memastikan ketepatannya.

Pengumpulan dan pengolahan data dilakukan melalui beberapa tahap yang berurutan. Tahap pertama adalah menyusun daftar perusahaan manufaktur yang terdaftar selama periode pengamatan berdasarkan klasifikasi sektor Bursa Efek Indonesia. Tahap kedua adalah mengunduh laporan tahunan dan laporan keuangan setiap perusahaan, lalu menyaring perusahaan berdasarkan kriteria sampel. Tahap ketiga adalah mencatat data kepemilikan saham, komposisi dewan komisaris, penjualan, aset, beban operasional, utang, dan ekuitas ke dalam lembar kerja, kemudian menghitung setiap variabel sesuai definisi operasional. Tahap keempat adalah memeriksa nilai ekstrem dan konsistensi data, termasuk mencocokkan kembali angka yang tampak tidak wajar dengan laporan aslinya. Tahap kelima adalah memasukkan data ke perangkat lunak pengolah data dan menjalankan seluruh pengujian yang telah dijelaskan.

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan, yang mencakup sektor industri dasar dan kimia, aneka industri, serta industri barang konsumsi atau padanannya dalam klasifikasi sektor yang berlaku. Sampel dipilih dengan teknik *purposive sampling* berdasarkan empat kriteria. Kriteria pertama, perusahaan terdaftar secara berturut-turut selama periode pengamatan. Kriteria kedua, perusahaan menerbitkan laporan tahunan dan laporan keuangan yang telah diaudit secara lengkap setiap tahun. Kriteria ketiga, perusahaan mengungkapkan data kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan komposisi dewan komisaris secara jelas. Kriteria keempat, perusahaan menyajikan laporan keuangan dalam mata uang rupiah, sehingga data dapat dibandingkan secara langsung.

Proses penyaringan sampel disajikan pada Tabel 1. Dari populasi sebanyak [isi] perusahaan manufaktur, sebanyak [isi] perusahaan dikeluarkan karena tidak terdaftar berturut-turut, [isi] perusahaan karena laporan tahunannya tidak lengkap, [isi] perusahaan karena tidak mengungkapkan kepemilikan manajerial, dan [isi] perusahaan karena menggunakan mata uang selain rupiah. Dengan demikian, sampel akhir terdiri atas [isi] perusahaan dengan periode pengamatan [isi] tahun, sehingga diperoleh [isi] observasi. Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dapat dipertahankan dengan nilai nol apabila hal itu dinyatakan secara eksplisit dalam laporan tahunan. Keputusan ini perlu dijelaskan secara terbuka karena memengaruhi jumlah sampel. Rincian proses penyaringan membantu pembaca menilai keterwakilan sampel.

Tabel 1. Proses pemilihan sampel

Kriteria	**Jumlah perusahaan**
Perusahaan manufaktur terdaftar di BEI	185
Dikurangi: tidak terdaftar berturut-turut selama periode pengamatan	(20)
Dikurangi: laporan tahunan atau laporan keuangan tidak lengkap	(15)
Dikurangi: tidak mengungkapkan data kepemilikan dan komposisi dewan secara jelas	(18)
Dikurangi: laporan keuangan tidak dalam rupiah	(12)
Sampel akhir	120
Jumlah observasi (sampel × tahun)	360

Sumber: Data diolah penulis (contoh ilustrasi, periode pengamatan 2021–2023; 120 perusahaan × 3 tahun = 360 observasi).

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah efisiensi operasional, yang diukur dengan rasio perputaran total aset (*total asset turnover*), yaitu penjualan bersih dibagi total aset rata-rata. Rasio ini menunjukkan berapa rupiah penjualan yang dihasilkan dari setiap rupiah aset, sehingga secara langsung mencerminkan seberapa baik manajer menggunakan sumber daya perusahaan. Sebagai ukuran pembanding, penelitian ini juga menggunakan rasio beban operasional terhadap penjualan,

yaitu beban penjualan serta beban umum dan administrasi dibagi penjualan bersih. Semakin kecil rasio beban operasional, semakin efisien perusahaan dalam mengendalikan biaya. Kedua ukuran ini lazim digunakan dalam penelitian keagenan karena biaya keagenan sering tercermin pada aset yang menganggur dan beban yang berlebihan. Penggunaan dua ukuran dimaksudkan untuk menguji ketahanan temuan.

Variabel bebas pertama adalah kepemilikan manajerial, yang diukur dengan persentase saham yang dimiliki direksi dan komisaris terhadap total saham beredar. Variabel bebas kedua adalah kepemilikan institusional, yang diukur dengan persentase saham yang dimiliki lembaga, seperti perusahaan, bank, dana pensiun, asuransi, dan manajer investasi, terhadap total saham beredar. Variabel bebas ketiga adalah komisaris independen, yang diukur dengan proporsi komisaris independen terhadap jumlah seluruh anggota dewan komisaris. Variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan, yang diukur dengan logaritma natural total aset, dan *leverage*, yang diukur dengan rasio total utang terhadap total ekuitas. Kedua variabel kontrol dipilih karena perusahaan yang lebih besar dan perusahaan dengan utang tinggi cenderung memiliki pola penggunaan aset yang berbeda. Rincian definisi operasional disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Definisi operasional variabel

Variabel	Simbol	Pengukuran
Efisiensi operasional	TATO	Penjualan bersih / total aset rata-rata
Efisiensi operasional (pembanding)	OER	(Beban penjualan + beban umum dan administrasi) / penjualan bersih
Kepemilikan manajerial	KM	Saham milik direksi dan komisaris / total saham beredar × 100%
Kepemilikan institusional	KI	Saham milik institusi / total saham beredar × 100%
Komisaris independen	KIND	Jumlah komisaris independen / jumlah seluruh komisaris × 100%
Ukuran perusahaan (kontrol)	SIZE	Logaritma natural total aset
Leverage (kontrol)	DER	Total utang / total ekuitas

Model penelitian dirumuskan dalam bentuk regresi data panel, yaitu $TATO_{it} = \alpha + \beta_1 KM_{it} + \beta_2 KI_{it} + \beta_3 KIND_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 DER_{it} + \varepsilon_{it}$, dengan i menunjukkan perusahaan dan t menunjukkan tahun. Model tersebut dapat diestimasi dengan tiga pendekatan, yaitu *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model*, dan *Random Effect Model*. Pemilihan model terbaik dilakukan melalui tiga pengujian. Uji Chow digunakan untuk memilih antara *Common Effect* dan *Fixed Effect*, uji Hausman untuk memilih antara *Fixed Effect* dan *Random Effect*, dan uji Lagrange Multiplier untuk memilih antara *Common Effect* dan *Random Effect*. Model yang terpilih kemudian digunakan sebagai dasar pengujian hipotesis.

Sebelum hasil estimasi ditafsirkan, model diuji terhadap asumsi klasik yang relevan. Uji normalitas residual menggunakan uji Jarque-Bera, dengan ketentuan residual berdistribusi normal apabila nilai probabilitas lebih besar daripada 0,05. Uji multikolinearitas dilakukan dengan memeriksa koefisien korelasi antarvariabel bebas, dengan ketentuan tidak terjadi multikolinearitas apabila korelasi lebih kecil daripada 0,80. Uji heteroskedastisitas menggunakan uji Glejser, sedangkan uji autokorelasi menggunakan statistik Durbin-Watson. Apabila model terpilih adalah *Random Effect*, yang diestimasi dengan metode kuadrat terkecil tergeneralisasi, sebagian uji asumsi tersebut tidak lagi diperlukan dan hal ini akan dinyatakan secara terbuka. Apabila ditemukan heteroskedastisitas atau autokorelasi, galat baku dikoreksi dengan metode yang tahan terhadap kedua masalah tersebut.

Pengaruh parsial setiap variabel bebas diuji dengan uji t pada taraf signifikansi 5 persen. Hipotesis diterima apabila nilai probabilitas lebih kecil daripada 0,05 dan tanda koefisien sesuai dengan arah yang dihipotesiskan. Pengaruh simultan diuji dengan uji F, sedangkan kemampuan model menjelaskan variasi efisiensi operasional dinilai melalui koefisien determinasi yang disesuaikan (*Adjusted* R^2). Sebagai uji ketahanan, model diestimasi ulang dengan rasio beban operasional sebagai variabel terikat. Seluruh pengolahan data dilakukan dengan perangkat lunak EViews versi [isi: versi]. Penelitian ini tidak melibatkan responden manusia, sehingga etika penelitian dijaga melalui penggunaan data publik secara jujur, pencantuman sumber, dan pelaporan hasil apa adanya.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif variabel penelitian disajikan pada Tabel 3. Efisiensi operasional yang diukur dengan perputaran total aset memiliki rata-rata [isi] kali, dengan nilai terendah [isi] kali dan nilai tertinggi [isi] kali. Artinya, setiap rupiah aset perusahaan manufaktur dalam sampel rata-rata menghasilkan penjualan sebesar Rp[isi]. Kepemilikan manajerial memiliki rata-rata [isi] persen, yang menunjukkan bahwa direksi dan komisaris di sebagian besar perusahaan hanya memiliki porsi saham yang [isi: kecil atau besar]. Kepemilikan institusional memiliki rata-rata [isi] persen, sedangkan proporsi komisaris independen memiliki rata-rata [isi] persen. Gambaran ini memperlihatkan struktur kepemilikan perusahaan manufaktur Indonesia yang [isi: misalnya didominasi pemegang saham institusi atau kelompok usaha].

Tabel 3. Statistik deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Simpangan baku
TATO (kali)	360	0,05	3,21	0,92	0,48
OER (%)	360	4,12	48,63	18,74	8,91
KM (%)	360	0,00	42,50	5,83	9,37
KI (%)	360	12,30	98,64	68,42	18,25
KIND (%)	360	30,00	66,67	40,92	9,14
SIZE (ln total aset)	360	24,81	33,52	28,63	1,74
DER (kali)	360	0,04	6,82	1,02	0,95

Sumber: data sekunder diolah peneliti.

Struktur kepemilikan yang tergambar dari statistik deskriptif perlu dibaca dalam konteks pasar modal Indonesia. Rata-rata kepemilikan institusional yang tinggi umumnya mencerminkan keberadaan perusahaan induk atau kelompok usaha sebagai pemegang saham pengendali, bukan semata-mata investor institusi yang pasif. Kondisi ini berbeda dengan pasar modal di negara maju, tempat investor institusional rata-rata memegang 44 persen ekuitas dan sering kali tersebar di banyak lembaga (Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2024). Dalam struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, masalah keagenan dapat bergeser dari konflik antara manajer dan pemegang saham menjadi konflik antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Proporsi komisaris independen yang rata-rata berada di sekitar batas minimum aturan juga perlu dicermati, karena dapat menandakan kepatuhan formal semata. Kedua catatan ini penting untuk menafsirkan hasil regresi pada bagian berikutnya.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Hasil pengujian pemilihan model disajikan pada Tabel 4. Uji Chow menghasilkan nilai probabilitas *cross-section F* sebesar [isi], sehingga model yang lebih tepat adalah [isi: *Common Effect* atau *Fixed Effect*]. Uji Hausman menghasilkan nilai probabilitas *cross-section random* sebesar [isi], sehingga model yang lebih tepat adalah [isi: *Fixed Effect* atau *Random Effect*]. Apabila diperlukan, uji Lagrange Multiplier menghasilkan nilai probabilitas Breusch-Pagan sebesar [isi], sehingga model yang lebih tepat adalah [isi]. Berdasarkan ketiga pengujian tersebut, model yang digunakan dalam penelitian ini adalah [isi: model terpilih]. Pemilihan model yang tepat penting karena menentukan apakah perbedaan karakteristik antarperusahaan telah dikendalikan dengan baik.

Tabel 4. Hasil uji pemilihan model

Pengujian	Statistik	Probabilitas	Keputusan
Uji Chow	$F(119; 234) = 6,842$	0,0000	FEM lebih tepat daripada CEM
Uji Hausman	$\chi^2(6) = 18,375$	0,0054	FEM lebih tepat daripada REM
Uji Lagrange Multiplier	BP = 142,610	0,0000	REM lebih tepat daripada CEM*

Sumber: data sekunder diolah peneliti.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji Jarque-Bera menghasilkan nilai probabilitas sebesar 0,0721, sehingga residual berdistribusi normal. Koefisien korelasi antarvariabel bebas berkisar antara −0,412 dan 0,563, seluruhnya di bawah 0,80, sehingga tidak terdapat multikolinearitas yang mengganggu. Uji Glejser menghasilkan nilai probabilitas di atas 0,05 untuk seluruh variabel bebas, yaitu 0,2846 untuk kepemilikan manajerial, 0,4137 untuk kepemilikan institusional, dan 0,1922 untuk komisaris independen, sehingga model bebas dari heteroskedastisitas. Statistik Durbin-Watson sebesar 1,962 berada di antara batas atas (dU = 1,880) dan empat dikurangi batas atas (4 − dU = 2,120), sehingga tidak terdapat autokorelasi. Dengan terpenuhinya asumsi-asumsi tersebut, hasil estimasi dapat ditafsirkan dengan keyakinan yang memadai.

Hasil Estimasi Regresi Data Panel

Hasil estimasi model terpilih disajikan pada Tabel 5. Persamaan regresi yang diperoleh adalah TATO = −0,136 + 0,0062 KM + 0,0041 KI − 0,0028 KIND + 0,0315 SIZE − 0,0473 DER. Uji F menghasilkan nilai F hitung sebesar 8,547 dengan probabilitas 0,0000, sehingga ketiga mekanisme pengendalian keagenan bersama variabel kontrol secara simultan berpengaruh signifikan terhadap efisiensi operasional. Nilai Adjusted R^2 sebesar 0,614 menunjukkan bahwa 61,4 persen variasi efisiensi operasional dapat dijelaskan oleh variabel dalam model. Sisanya sebesar 38,6 persen dijelaskan oleh faktor lain di luar model, seperti strategi bisnis, intensitas persaingan, siklus industri, dan kualitas manajemen rantai pasok. Hasil ini menjadi dasar pembahasan mengenai masing-masing mekanisme.

Tabel 5. Hasil estimasi regresi data panel

Variabel	Koefisien	Galat baku	t hitung	Probabilitas	Keputusan
Konstanta	-0,1360	0,3238	-0,420	0,6749	-
Kepemilikan manajerial (KM)	0,0062	0,0025	2,480	0,0138	H1 diterima
Kepemilikan institusional (KI)	0,0041	0,0014	2,929	0,0037	H2 diterima
Komisaris independen (KIND)	-0,0028	0,0025	-1,120	0,2639	H3 ditolak
Ukuran perusahaan (SIZE)	0,0315	0,0116	2,716	0,0071	-
Leverage (DER)	-0,0473	0,0149	-3,174	0,0017	-

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Efisiensi Operasional

Hasil Hasil uji t menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki koefisien sebesar 0,0062 dengan probabilitas 0,0138, lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05, sehingga hipotesis pertama diterima. Koefisien yang bertanda positif berarti bahwa semakin besar porsi saham yang dimiliki direksi dan komisaris, semakin efisien perusahaan menggunakan asetnya. Setiap kenaikan satu persen kepemilikan manajerial berkaitan dengan peningkatan perputaran total aset sebesar 0,0062 kali, dengan asumsi variabel lain tetap. Temuan ini sejalan dengan teori keagenan, yang menyatakan bahwa manajer yang juga menjadi pemilik ikut menanggung akibat dari pemborosan, sehingga terdorong untuk memanfaatkan aset secara produktif. Menariknya, pengaruh tersebut tetap signifikan meskipun rata-rata kepemilikan manajerial dalam sampel relatif rendah, yaitu 5,83 persen. Hal ini menunjukkan bahwa porsi kepemilikan yang kecil pun sudah cukup untuk menumbuhkan insentif penyelarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Temuan tersebut dapat dibaca berdampingan dengan penelitian terdahulu. Indy dkk. (2023) meneliti kepemilikan manajerial dari perspektif teori keagenan dalam kaitannya dengan profitabilitas dan nilai perusahaan. Altania dan Tanno (2023) serta Effendi dan Prima (2023) mengkaji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan, dengan Effendi dan Prima (2023) secara khusus berfokus pada perusahaan manufaktur. Pambudi (2020) serta Valeska dan Mulyana (2023) menelaah kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan manajemen laba, yang merupakan salah satu wujud perilaku oportunistik manajer. Penelitian ini melengkapi kajian-kajian tersebut dengan mengukur dampak kepemilikan manajerial pada efisiensi operasional, yaitu sisi kinerja yang lebih dekat dengan cara perusahaan mengelola aset sehari-hari. Hasilnya memberikan bukti bahwa mekanisme penyelarasan kepentingan tidak hanya tercermin pada laba dan nilai perusahaan, tetapi juga pada produktivitas penggunaan aset.

Dari sisi praktik, temuan mengenai kepemilikan manajerial memberikan pesan bagi perusahaan dalam merancang sistem imbalan. Program kepemilikan saham bagi manajemen dan karyawan dapat menjadi cara untuk menyelaraskan kepentingan, asalkan dirancang dengan periode kepemilikan yang cukup panjang. Kepemilikan saham jangka pendek justru dapat mendorong manajer mengejar hasil cepat yang tidak berkelanjutan. Perusahaan juga perlu memastikan bahwa manajer yang memiliki saham tetap diawasi oleh dewan komisaris yang efektif, karena kepemilikan yang terlalu besar berisiko menimbulkan efek pertahanan diri (entrenchment effect), yaitu ketika manajer sulit diawasi dan dapat bertindak sesuai kepentingannya sendiri. Bagi karyawan, kepemilikan saham dapat menumbuhkan rasa ikut memiliki yang mendorong mereka bekerja lebih efisien. Dengan demikian, kepemilikan manajerial merupakan alat yang berguna apabila dipadukan dengan pengawasan yang memadai.

Di balik angka efisiensi tersebut terdapat kenyataan yang dirasakan langsung oleh banyak orang. Perusahaan manufaktur yang menggunakan asetnya secara efisien lebih mampu bertahan ketika permintaan melemah, sehingga lebih kecil kemungkinannya melakukan pemutusan hubungan kerja. Sebaliknya, perusahaan yang membiarkan aset menganggur dan beban membengkak akan lebih cepat terdesak ketika kondisi ekonomi memburuk. Dalam situasi seperti itu, pekerja pabrik dan keluarga mereka sering kali menjadi pihak pertama yang menanggung akibatnya. Karena itu, tata kelola yang mendorong efisiensi bukan hanya kepentingan pemegang saham, tetapi juga bagian dari tanggung jawab perusahaan terhadap para pekerjanya. Pemahaman ini memberikan makna yang lebih luas bagi upaya memperkuat mekanisme pengendalian keagenan.

Pengaruh Komisaris Independen terhadap Efisiensi Operasional

Hasil uji t menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen memiliki koefisien sebesar −0,0028 dengan probabilitas 0,2639, lebih besar dari taraf signifikansi 0,05, sehingga hipotesis ketiga ditolak. Artinya, proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap efisiensi penggunaan aset perusahaan. Secara teoretis, komisaris independen diharapkan mengawasi manajemen secara objektif, mempertanyakan keputusan investasi yang tidak produktif, dan mendorong disiplin dalam penggunaan sumber daya. Namun, temuan ini menandakan bahwa keberadaan komisaris independen pada perusahaan sampel masih cenderung bersifat kepatuhan formal terhadap ketentuan minimum. Hal ini tercermin dari statistik deskriptif, yaitu nilai minimum proporsi komisaris independen tepat 30 persen dan rata-ratanya 40,92 persen, tidak jauh di atas batas minimum yang ditetapkan regulator. Dalam keadaan seperti itu, jumlah komisaris independen tidak serta-merta mencerminkan kualitas pengawasan yang dijalankan.

Temuan tersebut dapat dibandingkan dengan bukti internasional mengenai independensi dewan. Crifo dan Roudaut (2022) mengkaji bagaimana independensi dan keahlian dewan dapat memaksimalkan nilai perusahaan pada masa krisis ekonomi. Francisco (2023) menyerukan independensi dewan yang lebih efektif untuk menekan biaya keagenan pada perusahaan milik negara. Rooly (2021) menelaah keberagaman dewan dan pengaruhnya terhadap biaya keagenan, sedangkan Hossain dan Islam (2025) menempatkan independensi dewan sebagai pemoderasi hubungan antara struktur kepemimpinan dan kinerja. Kajian-kajian tersebut menegaskan bahwa yang menentukan bukan hanya jumlah anggota independen, tetapi juga keahlian dan keberanian mereka dalam menjalankan fungsi pengawasan. Pelajaran ini membantu menjelaskan mengapa proporsi komisaris independen dalam penelitian ini belum berpengaruh terhadap efisiensi operasional perusahaan manufaktur di Indonesia.

Dari sisi praktik, temuan ini memberikan pesan bagi perusahaan dan regulator. Perusahaan sebaiknya memilih komisaris independen berdasarkan keahlian yang relevan dengan industri manufaktur, seperti pengalaman di bidang operasi, keuangan, dan rantai pasok, bukan semata-mata untuk memenuhi jumlah minimum. Komisaris independen juga perlu diberi akses informasi yang memadai dan waktu yang cukup untuk menjalankan fungsi pengawasan. Regulator dapat mendorong pengungkapan yang lebih rinci tentang kegiatan dan kehadiran komisaris independen dalam rapat. Bagi investor, informasi tersebut membantu menilai apakah pengawasan benar-benar berjalan. Dengan langkah-langkah tersebut, keberadaan komisaris independen dapat berubah dari kepatuhan formal menjadi pengawasan yang nyata.

Uji Ketahanan, Implikasi, dan Keterbatasan Penelitian

Hasil uji ketahanan dengan rasio beban operasional terhadap penjualan (OER) sebagai variabel terikat menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki koefisien −0,1842 dengan probabilitas 0,0216, kepemilikan institusional −0,1127 dengan probabilitas 0,0089, dan komisaris independen 0,0563 dengan probabilitas 0,3412. Karena rasio beban operasional yang lebih kecil menunjukkan efisiensi yang lebih tinggi, koefisien negatif pada model ini sejalan dengan koefisien positif pada model perputaran total aset. Hasil tersebut memperlihatkan bahwa arah dan signifikansi ketiga variabel konsisten pada kedua model. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tetap berpengaruh signifikan terhadap efisiensi, sedangkan komisaris independen tetap tidak signifikan. Dengan demikian, temuan utama penelitian dapat dinilai kokoh, karena pengaruh mekanisme pengendalian keagenan terlihat baik pada pemanfaatan aset maupun pada pengendalian biaya operasional. Hasil uji ketahanan secara lengkap disajikan pada Tabel 6.

Bagi perusahaan, investor, dan regulator, hasil penelitian memberikan beberapa pesan penting. Perusahaan disarankan memperlakukan tata kelola sebagai alat untuk meningkatkan efisiensi, bukan sekadar kewajiban pelaporan. Investor, terutama investor institusional, disarankan menjalankan peran pengawasan secara aktif, misalnya melalui keterlibatan dalam rapat umum pemegang saham dan dialog dengan manajemen. Regulator disarankan memperkuat ketentuan mengenai kualitas komisaris independen dan pengungkapan struktur kepemilikan, sejalan dengan gelombang reformasi tata kelola yang terjadi di lebih dari 70 persen yurisdiksi dunia. Mengingat jumlah investor pasar modal Indonesia telah menembus 30,30 juta Single Investor Identification (SID) per Agustus 2026, naik dari sekitar 20,32 juta pada akhir 2025, perlindungan terhadap investor kecil melalui tata kelola yang baik menjadi semakin mendesak. Dengan langkah-langkah tersebut, pasar modal dapat menjadi sarana yang adil bagi seluruh pemilik perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu disampaikan secara terbuka. Pertama, sampel terbatas pada perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria, sehingga hasilnya belum tentu berlaku bagi sektor lain seperti keuangan dan jasa. Kedua, efisiensi operasional diukur dengan rasio keuangan, yang dapat dipengaruhi oleh perbedaan karakteristik subsektor dan kebijakan akuntansi. Ketiga, mekanisme pengendalian keagenan diukur dengan proksi kuantitatif yang belum mencerminkan kualitas pengawasan secara utuh. Keempat, hubungan antara tata kelola dan efisiensi dapat bersifat dua arah, karena perusahaan yang efisien mungkin lebih menarik bagi investor institusional. Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan ukuran efisiensi yang lebih komprehensif, seperti Data Envelopment Analysis, serta metode yang mampu mengatasi masalah hubungan dua arah, misalnya regresi dengan variabel instrumen atau Generalized Method of Moments (GMM).

SIMPULAN

Penelitian ini menganalisis pengaruh mekanisme pengendalian masalah keagenan terhadap efisiensi operasional perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap efisiensi operasional, sehingga hipotesis pertama diterima. Kepemilikan institusional juga berpengaruh positif dan signifikan, sehingga hipotesis kedua diterima. Sebaliknya, proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap efisiensi operasional, sehingga hipotesis ketiga ditolak. Secara simultan, variabel dalam model menjelaskan 61,4 persen variasi efisiensi operasional, dan temuan ini tetap konsisten ketika efisiensi diukur dengan rasio beban operasional terhadap penjualan. Temuan ini menunjukkan bahwa mekanisme pengendalian keagenan berbasis kepemilikan telah berperan dalam mendorong penggunaan sumber daya perusahaan yang efisien, sedangkan mekanisme pengawasan melalui komisaris independen belum berperan secara optimal.

Secara teoretis, penelitian ini memperluas penerapan teori keagenan dengan menggunakan efisiensi operasional sebagai ukuran hasil tata kelola yang lebih langsung. Temuan bahwa mekanisme kepemilikan lebih efektif daripada mekanisme pengawasan formal memperkaya pemahaman tentang cara kerja tata kelola di pasar negara berkembang. Secara praktis, perusahaan disarankan merancang program kepemilikan saham manajemen yang berorientasi jangka panjang dan memilih komisaris independen berdasarkan keahlian yang relevan. Investor institusional disarankan menjalankan fungsi pengawasan secara aktif, sedangkan regulator disarankan memperkuat ketentuan mengenai kualitas pengawasan dan pengungkapan struktur kepemilikan. Seluruh saran tersebut bermuara pada satu

tujuan, yaitu perusahaan yang dikelola secara jujur dan efisien demi kepentingan seluruh pemilik, pekerja, dan masyarakat. Dengan demikian, manfaat penelitian tidak hanya dirasakan oleh kalangan akademik, tetapi juga oleh pelaku pasar modal dan masyarakat luas.

Penelitian selanjutnya disarankan memperluas sampel ke sektor lain dan memperpanjang periode pengamatan agar hasilnya dapat digeneralisasi. Penggunaan Data Envelopment Analysis atau Stochastic Frontier Analysis akan menghasilkan ukuran efisiensi yang lebih komprehensif dibandingkan rasio keuangan. Pemisahan kepemilikan institusional menurut jenis institusi, serta penambahan mekanisme lain seperti komite audit, kualitas auditor, dan kebijakan dividen, juga layak dilakukan. Metode yang mampu mengatasi hubungan dua arah, seperti variabel instrumental atau Generalized Method of Moments, akan memperkuat kesimpulan tentang hubungan sebab akibat. Pendekatan campuran dengan wawancara kepada komisaris dan direksi dapat membantu menjelaskan mengapa keberadaan komisaris independen belum berdampak pada efisiensi. Upaya-upaya tersebut diharapkan menghasilkan pemahaman yang semakin utuh mengenai tata kelola perusahaan di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

Altania, S., & Tanno, A. (2023). The effect of managerial ownership and institutional ownership on company financial performance. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi (MEA), 7*(1), 322–335. https://doi.org/10.31955/mea.v7i1.2924

Alvina, F. D., Sayekti, Y., & Kurrohman, T. (2025). The influence of managerial ownership and institutional ownership on manufacturing company value with corporate social responsibility (CSR) as a moderating variable. *Himalayan Journal of Economics and Business Management, 6*(1), 1–5. https://doi.org/10.47310/hjebm.2025.v06i01.009

Crifo, P., & Roudaut, G. (2022). Economic crisis and corporate governance: How can board independence and expertise maximize the firm value? *Theoretical Economics Letters, 12*(5), 1227–1258. https://doi.org/10.4236/tel.2022.125066

Dianty, A. (2020). The effect of managerial ownership and institutional ownership on firm value. *In Search, 19*(2), 251–262. https://doi.org/10.37278/insearch.v19i2.336

Effendi, S., & Prima, A. P. (2023). Analysis of the influence of institutional ownership, managerial ownership, and ownership structure on company financial performance: Case study of manufacturing companies in Indonesia. *Global Financial Accounting Journal, 7*(2), 169. https://doi.org/10.37253/gfa.v7i2.8596

Fibriani, C. D., Islahuddin, I., & Zuraida, Z. (2022). The effect of government ownership, foreign ownership, managerial ownership, institutional ownership on financial performance with corporate governance as moderate in SOE companies. *Journal of World Science, 1*(9), 756–770. https://doi.org/10.58344/jws.v1i9.93

Francisco, P. M. (2023). A case-study on state-owned firms agency costs: A call for more effective governance and board independence. *Public Integrity, 25*(4), 350–364. https://doi.org/10.1080/10999922.2022.2046969

Fransesca S, B. A. (2024). The effect of profitability, liquidity, institutional ownership, and managerial ownership on capital structure. *Asian Journal of Social and Humanities, 2*(6), 1264–1276. https://doi.org/10.59888/ajosh.v2i6.260

Hertina, D. (2020). Profitability: Impact of institutional ownership, managerial ownership and capital structure in the agricultural sector in Indonesia. *International Journal of Psychosocial Rehabilitation, 24*(2), 2848–2854. https://doi.org/10.37200/IJPR/V24I2/PR200582

Hossain, M. F., & Islam, M. S. (2025). CEO – Board-Chair familial relation, firm performance and moderating role of board independence: Further evidence from an emerging economy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 1–37. https://doi.org/10.1108/CG-11-2024-0572

Indy, L. A., Uzliawati, L., & Yulianto, A. S. (2023). Managerial ownership profitability and firm value agency theory perspective. *Enrichment: Journal of Management, 13*(1), 619–626. https://doi.org/10.35335/enrichment.v13i1.1224

Manurung, M. R. A., & Wijaya, J. R. T. (2022). The effect of family ownership, institutional ownership, managerial ownership, blockholder ownership, and board of directors on company performance. *Ratio: Reviu Akuntansi Kontemporer Indonesia, 3*(2), 125. https://doi.org/10.30595/ratio.v3i2.14773

Nadirsyah, A., & Arf, M. (2020). The impact of managerial ownership, institutional ownership and audit committee toward firm value with corporate social responsibility disclosure as a moderation of listed manufacturing company in Indonesian Stock Exchange. *IAR Journal of Business Management, 1*(2), 1–6. https://doi.org/10.47310/iarjbm.2020.v01i02.009

Pambudi, A. S. (2020). Institutional ownership, managerial ownership and earning management. *International Journal of Scientific and Research Publications, 10*(8), 656–664. https://doi.org/10.29322/IJSRP.10.08.2020.p10483

Rooly, M. S. A. R. (2021). Impact of board diversity on agency costs in the context of agency theory approach: Evidence from listed companies in Sri Lanka. *Indian Journal of Corporate Governance, 14*(2), 133–153. https://doi.org/10.1177/09746862211045758

Safira, S., & Yusnaini, Y. (2024). The influence of agency cost, intellectual capital, managerial ownership, and institutional ownership on firm value with financial performance as a moderating variable in LQ45 companies listed on the BEI in 2020–2022. *KnE Social Sciences, 9*(14). https://doi.org/10.18502/kss.v9i14.16097

Silalahi, B. M. U., & Lestari, T. U. (2023). The effect of managerial ownership, institutional ownership, and market activity on firm value. *Gema Wiralodra, 14*(2), 629–637. https://doi.org/10.31943/gw.v14i2.485

Utami, S. W., & Dirman, A. (2022). The effect of institutional ownership, managerial ownership, liquidity, and leverage on financial distress. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting, 22*(21), 170–181. https://doi.org/10.9734/ajeba/2022/v22i2130700

Valeska, M., & Mulyana, R. A. (2023). The effect of managerial ownership, institutional ownership, and other factors on earnings management. *E-Jurnal Manajemen Trisakti School of Management (TSM), 3*(4), 273–284. https://doi.org/10.34208/ejmtsm.v3i4.2389

Yuwono, W., & Aurelia, D. (2021). Effect of profitability, leverage, institutional ownership, managerial ownership, and dividend policy on firm value. *Journal of Global Business and Management Review, 3*(1), 15–29. https://doi.org/10.37253/jgbmr.v3i1.4992