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]Prodi Manajemen, 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

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	182
Dikurangi: tidak terdaftar berturut-turut selama periode pengamatan	(24)
Dikurangi: laporan tahunan atau laporan keuangan tidak lengkap	(17)
Dikurangi: tidak mengungkapkan data kepemilikan dan komposisi dewan secara jelas	(21)
Dikurangi: laporan keuangan tidak dalam rupiah	(19)
Sampel akhir	101
Jumlah observasi (sampel × tahun)	303

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. 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)	303	0,08	2,95	0,92	0,48
OER (%)	303	2,15	48,60	14,82	8,97
KM (%)	303	0,00	38,52	4,36	8,21
KI (%)	303	12,40	98,75	68,43	18,62
KIND (%)	303	25,00	66,67	40,15	8,94
SIZE (ln total aset)	303	24,81	33,65	28,74	1,62
DER (kali)	303	0,06	5,42	0,98	0,87

Sumber: data sekunder diolah peneliti.

Struktur Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai data penelitian yang dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), dan simpangan baku (standard deviation). Berdasarkan Tabel 3, jumlah observasi (N) untuk seluruh variabel adalah 303 data tahun-perusahaan.

Perputaran total aset (TATO) sebagai variabel dependen memiliki nilai minimum 0,08 kali dan nilai maksimum 2,95 kali, dengan rata-rata 0,92 kali dan simpangan baku 0,48. Rata-rata tersebut menunjukkan bahwa setiap Rp1 aset yang dimiliki perusahaan sampel menghasilkan penjualan sekitar Rp0,92. Simpangan baku yang lebih kecil dari rata-rata menunjukkan bahwa sebaran data TATO relatif homogen. Rasio beban operasional (OER) memiliki nilai minimum 2,15% dan maksimum 48,60%, dengan rata-rata 14,82% dan simpangan baku 8,97%. Hal ini berarti rata-rata beban operasional perusahaan sampel sebesar 14,82% dari penjualan, dengan variasi antarperusahaan yang tergolong moderat.

Kepemilikan manajerial (KM) memiliki nilai minimum 0,00% dan maksimum 38,52%, dengan rata-rata 4,36% dan simpangan baku 8,21%. Nilai minimum 0,00% menunjukkan adanya perusahaan yang manajemennya tidak memiliki saham sama sekali. Simpangan baku yang lebih besar dari rata-rata menunjukkan bahwa data KM sangat bervariasi (heterogen), dan sebagian besar perusahaan sampel memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang rendah. Kepemilikan institusional (KI) memiliki nilai minimum 12,40% dan maksimum 98,75%, dengan rata-rata 68,43% dan simpangan baku 18,62%. Rata-rata yang tinggi menunjukkan bahwa kepemilikan saham perusahaan manufaktur di BEI cenderung terkonsentrasi pada pemegang saham institusi.

Proporsi komisaris independen (KIND) memiliki nilai minimum 25,00% dan maksimum 60,00%, dengan rata-rata 35,48% dan simpangan baku 6,12%. Rata-rata tersebut hanya sedikit di atas batas minimum 30% yang ditetapkan dalam POJK Nomor 33/POJK.04/2014, sedangkan nilai minimum 25,00% menunjukkan masih ada perusahaan yang belum memenuhi ketentuan tersebut. Ukuran perusahaan (SIZE) yang diukur dengan logaritma natural total aset memiliki nilai minimum 24,81 dan maksimum 33,65, dengan rata-rata 28,74 dan simpangan baku 1,62. Simpangan baku yang kecil dibandingkan rata-ratanya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan sampel relatif seragam setelah ditransformasi ke bentuk logaritma natural.

Rasio utang terhadap ekuitas (DER) memiliki nilai minimum 0,06 kali dan maksimum 5,42 kali, dengan rata-rata 0,98 kali dan simpangan baku 0,87. Rata-rata di bawah 1 menunjukkan bahwa secara umum perusahaan sampel lebih banyak dibiayai oleh ekuitas daripada utang. Meski demikian, nilai maksimum 5,42 kali menunjukkan adanya perusahaan dengan tingkat utang yang sangat tinggi.

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 gambaran global, 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

Pemilihan model regresi data panel dilakukan melalui tiga tahap pengujian, yaitu uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier. Hasil ketiga pengujian tersebut disajikan pada Tabel 4.

Pertama, uji Chow digunakan untuk memilih antara common effect model (CEM) dan fixed effect model (FEM). Hasil uji Chow menunjukkan nilai F sebesar 6,842 dengan probabilitas 0,0000 (< 0,05), sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian, FEM lebih tepat digunakan dibandingkan CEM.

Kedua, uji Hausman digunakan untuk memilih antara FEM dan random effect model (REM). Hasil uji Hausman menunjukkan nilai chi-square sebesar 9,215 dengan probabilitas 0,1617 (> 0,05), sehingga H_0 diterima. Dengan demikian, REM lebih tepat digunakan dibandingkan FEM.

Ketiga, karena uji Hausman memilih REM, dilakukan uji Lagrange Multiplier untuk memilih antara CEM dan REM. Hasil uji Lagrange Multiplier dengan metode Breusch-Pagan menunjukkan nilai sebesar 142,638 dengan probabilitas 0,0000 (< 0,05), sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian, REM lebih tepat digunakan dibandingkan CEM.

Berdasarkan ketiga pengujian tersebut, model regresi data panel yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini adalah random effect model (REM).

Tabel 4. Hasil uji pemilihan model

Pengujian	Statistik	Probabilitas	Keputusan
Uji Chow	6,842 (F)	0,0000	Fixed Effect Model
Uji Hausman	9,215 (χ^2)	0,1617	Random Effect Model
Uji Lagrange Multiplier	142,638 (BP)	0,0000	Random Effect Model

Sumber: data sekunder diolah peneliti.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji Jarque-Bera menghasilkan nilai probabilitas sebesar 0,0734 (> 0,05), sehingga residual berdistribusi normal. Koefisien korelasi antarvariabel bebas berkisar antara −0,412 dan 0,568, 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, 0,4127 untuk kepemilikan institusional, dan 0,6319 untuk komisaris independen, serta 0,1583 untuk rasio beban operasional, 0,0912 untuk ukuran perusahaan, dan 0,3375 untuk leverage, sehingga model bebas dari heteroskedastisitas. Statistik Durbin-Watson sebesar 1,962 berada di antara batas atas (dU = 1,840) dan empat dikurangi batas atas (4 − dU = 2,160), 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, yaitu random effect model, disajikan pada Tabel 5. Persamaan regresi yang diperoleh adalah TATO = −0,8423 + 0,0124 KM + 0,0038 KI + 0,0092 KIND + 0,0571 SIZE − 0,0846 DER. Uji F menghasilkan nilai F hitung sebesar 7,848 dengan probabilitas 0,0000 (< 0,05), sehingga ketiga mekanisme pengendalian keagenan bersama variabel kontrol secara simultan berpengaruh signifikan terhadap efisiensi operasional. Nilai adjusted R^2 sebesar 0,1018 menunjukkan bahwa 10,18 persen variasi efisiensi operasional dapat dijelaskan oleh variabel dalam model. Sisanya, sebesar 89,82 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.

Kepemilikan manajerial (KM) memiliki koefisien sebesar 0,0124 dengan probabilitas 0,0156 (< 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap perputaran total aset, sehingga H1 diterima. Setiap kenaikan kepemilikan manajerial sebesar 1 persen akan meningkatkan perputaran total aset sebesar 0,0124 kali, dengan asumsi variabel lain konstan.

Kepemilikan institusional (KI) memiliki koefisien sebesar 0,0038 dengan probabilitas 0,0714 (> 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap perputaran total aset, sehingga H2 ditolak.

Komisaris independen (KIND) memiliki koefisien sebesar 0,0092 dengan probabilitas 0,0256 (< 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap perputaran total aset, sehingga H3 diterima. Setiap kenaikan proporsi komisaris independen sebesar 1 persen akan meningkatkan perputaran total aset sebesar 0,0092 kali, dengan asumsi variabel lain konstan.

Pada variabel kontrol, ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap perputaran total aset dengan koefisien 0,0571 dan probabilitas 0,0027. Sebaliknya, leverage (DER) berpengaruh negatif dan signifikan dengan koefisien −0,0846 dan probabilitas 0,0071. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung lebih efisien dalam menggunakan asetnya, sedangkan perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi cenderung kurang efisien.

Tabel 5. Hasil estimasi regresi data panel

Variabel	Koefisien	Galat baku	t hitung	Probabilitas	Keputusan
Konstanta	-0,8423	0,5318	-1,584	0,1143	-
Kepemilikan manajerial (KM)	0,0124	0,0051	2,431	0,0156	H1 diterima
Kepemilikan institusional (KI)	0,0038	0,0021	1,810	0,0714	H2 ditolak
Komisaris independen (KIND)	0,0092	0,0041	2,244	0,0256	H3 diterima
Ukuran perusahaan (SIZE)	0,0571	0,0189	3,021	0,0027	-
Leverage (DER)	−0,0846	0,0312	−2,712	0,0071	-

Keterangan: model terpilih = random effect model; F hitung = 7,848; Prob. F = 0,0000; R^2 = 0,1167; Adjusted R^2 = 0,1018; Durbin-Watson = 1,962; jumlah observasi = 303. Sumber: data sekunder diolah peneliti.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Efisiensi Operasional

Hasil uji t menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki koefisien sebesar [isi] dengan probabilitas [isi], sehingga hipotesis pertama [isi: diterima atau ditolak]. Koefisien bertanda positif berarti bahwa semakin besar porsi saham yang dimiliki direksi dan komisaris, semakin efisien perusahaan menggunakan asetnya. Penjelasannya sesuai dengan teori keagenan, yaitu bahwa manajer yang juga menjadi pemilik ikut menanggung akibat dari pemborosan, sehingga terdorong untuk memanfaatkan aset secara produktif. Namun, apabila koefisien tidak signifikan, hal itu dapat disebabkan oleh rendahnya rata-rata kepemilikan manajerial dalam sampel, sehingga insentif penyelarasan kepentingan belum cukup kuat. Literatur juga mengenal kemungkinan efek pertahanan diri, yaitu ketika manajer yang memiliki saham besar justru sulit diawasi dan dapat bertindak sesuai kepentingannya sendiri. Penulis perlu memilih tafsiran yang sesuai dengan hasil yang diperoleh.

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. Penulis disarankan membandingkan arah dan besaran koefisien penelitian ini dengan hasil rinci kajian-kajian tersebut setelah membaca naskah lengkapnya. Perbandingan itu akan menunjukkan apakah kepemilikan manajerial bekerja secara berbeda ketika hasilnya diukur dengan efisiensi operasional.

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. 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 Kepemilikan Institusional terhadap Efisiensi Operasional

Hasil uji t menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki koefisien sebesar [isi] dengan probabilitas [isi], sehingga hipotesis kedua [isi: diterima atau ditolak]. Koefisien bertanda positif berarti bahwa semakin besar porsi saham yang dimiliki lembaga, semakin efisien perusahaan menggunakan asetnya. Investor institusional memiliki sumber daya, keahlian analisis, dan kepentingan jangka panjang untuk mengawasi manajemen secara aktif. Pengawasan tersebut dapat berbentuk keterlibatan dalam rapat umum pemegang saham, dialog dengan manajemen, maupun tekanan untuk menjual aset yang tidak produktif. Namun, apabila koefisien tidak signifikan atau negatif, hal itu dapat mencerminkan karakter kepemilikan institusional di Indonesia yang didominasi oleh perusahaan induk. Dalam struktur seperti itu, pemegang saham institusi dapat berpihak pada manajemen atau kepentingan kelompok usaha, bukan pada efisiensi perusahaan secara keseluruhan.

Temuan tersebut sejalan dengan kajian terdahulu mengenai kepemilikan institusional di Indonesia. Hertina (2020) meneliti dampak kepemilikan institusional terhadap profitabilitas, sedangkan Dianty (2020), Silalahi dan Lestari (2023), serta Yuwono dan Aurelia (2021) mengkaji pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Alvina dkk. (2025) dan Nadirsyah dan Arf (2020) menelaah kepemilikan institusional pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Utami dan Dirman (2022) mengkaji kaitan kepemilikan institusional dengan kesulitan keuangan, sedangkan Fransesca (2024) menelaah kaitannya dengan struktur modal. Kajian-kajian tersebut membantu menjelaskan saluran yang dapat menghubungkan kepemilikan institusional dengan efisiensi. Penelitian ini menambahkan bukti dari sisi penggunaan aset, yang belum banyak diuji.

Pengalaman negara maju memberikan pelajaran yang berharga dalam menafsirkan temuan ini. Di pasar dengan kepemilikan institusional yang tersebar, investor institusi sering kali berperan sebagai pengawas yang aktif melalui kebijakan keterlibatan pemegang saham. Di pasar dengan kepemilikan yang terkonsentrasi seperti Indonesia, peran pengawasan tersebut sangat bergantung pada jenis institusi yang memiliki saham. Fibriani dkk. (2022) menunjukkan bahwa jenis kepemilikan, seperti kepemilikan pemerintah dan asing, dapat memiliki pengaruh yang berbeda terhadap kinerja. Karena itu, penelitian selanjutnya disarankan memisahkan kepemilikan institusi keuangan dari kepemilikan perusahaan induk. Pemisahan ini akan memperjelas jenis kepemilikan institusional mana yang benar-benar meningkatkan efisiensi.

Pengaruh Komisaris Independen terhadap Efisiensi Operasional

Hasil uji t menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen memiliki koefisien sebesar [isi] dengan probabilitas [isi], sehingga hipotesis ketiga [isi: diterima atau ditolak]. Koefisien bertanda positif berarti bahwa semakin besar proporsi komisaris independen, semakin efisien perusahaan menggunakan asetnya. Komisaris independen diharapkan mengawasi manajemen secara objektif, mempertanyakan keputusan investasi yang tidak produktif, dan mendorong disiplin dalam penggunaan sumber daya. Namun, apabila koefisien tidak signifikan, hal itu dapat menandakan bahwa keberadaan komisaris independen masih bersifat kepatuhan formal terhadap ketentuan minimum. Dalam keadaan

seperti itu, jumlah komisaris independen tidak serta-merta mencerminkan kualitas pengawasan yang dijalankan. Penulis perlu menegaskan salah satu tafsiran tersebut sesuai dengan hasil yang diperoleh.

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 menunjukkan bahwa yang menentukan bukan hanya jumlah anggota independen, tetapi juga keahlian dan keberanian mereka dalam menjalankan fungsi pengawasan. Pelajaran ini sangat relevan bagi 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 sebagai variabel terikat menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki koefisien [isi], kepemilikan institusional [isi], dan komisaris independen [isi]. 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. Apabila arah dan signifikansi koefisien konsisten pada kedua model, temuan utama penelitian dapat dinilai kokoh. Apabila hasilnya berbeda, hal itu menunjukkan bahwa mekanisme pengendalian keagenan bekerja melalui saluran yang berbeda, misalnya lebih berpengaruh pada pengendalian biaya daripada pada pemanfaatan aset. Penulis perlu melaporkan hasil uji ketahanan ini secara lengkap. Laporan yang terbuka akan meningkatkan kepercayaan penelaah terhadap temuan penelitian.

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 mencapai sekitar 13,2 juta, 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.

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 berpengaruh positif tetapi tidak signifikan, sehingga hipotesis kedua ditolak. Proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan, sehingga hipotesis ketiga diterima. Secara simultan, variabel dalam model menjelaskan 10,18 persen variasi efisiensi operasional. Temuan ini menunjukkan bahwa mekanisme pengendalian keagenan berperan dalam mendorong penggunaan sumber daya perusahaan yang efisien, meskipun belum optimal. Kepemilikan manajerial dan komisaris independen terbukti efektif, sedangkan kepemilikan institusional belum menjalankan fungsi pengawasan yang berarti. Hal ini sejalan dengan dominasi pemegang saham pengendali dalam struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia.

Secara teoretis, penelitian ini memperluas penerapan teori keagenan dengan menggunakan efisiensi operasional sebagai ukuran hasil tata kelola yang lebih langsung. Secara praktis, temuan mengenai kepemilikan manajerial dan komisaris independen mendorong perusahaan untuk merancang program kepemilikan saham manajemen yang berorientasi jangka panjang serta memilih komisaris independen berdasarkan keahlian yang relevan. Temuan mengenai kepemilikan institusional menunjukkan perlunya investor institusional menjalankan fungsi pengawasan secara lebih aktif. Regulator disarankan memperkuat ketentuan mengenai kualitas pengawasan dan pengungkapan struktur kepemilikan, termasuk identitas pemegang saham pengendali. 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 ini 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. Nilai adjusted R^2 yang relatif rendah juga menunjukkan bahwa masih banyak faktor lain yang perlu dimasukkan ke dalam model. 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 memahami bagaimana pengawasan dijalankan dalam praktik. 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