

ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP KINERJA KEUANGAN MELALUI AGENCY COST PADA NEGARA ASEAN-5 PERIODE 2018-2022

Tesis

Oleh

**Larasati Sukma Perdana
NPM 2221031028**



**PROGRAM MAGISTER ILMU AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2025**

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN *CORPORATE
GOVERNANCE* TERHADAP KINERJA KEUANGAN MELALUI AGENCY
COST PADA NEGARA ASEAN-5 PERIODE 2018-2022**

Oleh

Larasati Sukma Perdana

**Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar
Magister Ilmu Akuntansi**

Pada

**Jurusan Ilmu Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**



**PROGRAM MAGISTER ILMU AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2025**

ABSTRAK

Analisis Pengaruh Struktur Modal Dan *Corporate Governance* Terhadap Kinerja Keuangan Melalui *Agency Cost* Pada Negara ASEAN-5 Periode 2018-2022

Oleh:

LARASATI SUKMA PERDANA

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh langsung dan tidak langsung struktur modal dan *corporate governance* terhadap kinerja keuangan melalui *agency cost* sebagai variabel mediasi di negara-negara ASEAN-5 periode 2018–2022. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang menggunakan analisis regresi data panel untuk menguji hubungan antar variabel. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di TOP 50 negara ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Filipina) dari tahun 2018 hingga 2022. Penelitian ini menggunakan metode purposive sampling, menghasilkan sampel sebanyak 113 perusahaan dan 565 observasi. Analisis dilakukan dengan menggunakan SPSS Versi 25, meliputi statistik deskriptif, uji asumsi klasik (normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas), dan uji mediasi (causal step dan uji Sobel). Analisis regresi menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan dan berpengaruh positif signifikan terhadap *agency cost*. *Corporate governance* tidak memiliki pengaruh langsung yang signifikan terhadap kinerja keuangan, tetapi memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *agency cost*. Uji Sobel menegaskan bahwa biaya keagenan secara signifikan memediasi hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan, serta hubungan antara *corporate governance* dan kinerja keuangan. Studi ini menyimpulkan bahwa baik struktur modal maupun *corporate governance* secara tidak langsung memengaruhi kinerja keuangan dengan memengaruhi *agency cost*. Sistem tata kelola yang lebih kuat mengurangi *agency cost*, sehingga meningkatkan kinerja keuangan, sementara rasio utang yang lebih tinggi mengintensifikasi konflik kepentingan yang meningkatkan *agency cost* dan merugikan kinerja.

Kata Kunci: Struktur Modal, *Corporate Governance*, *Agency Cost*, Kinerja Keuangan, ASEAN-5

ABSTRACT

Analysis of the Effect of Capital Structure and Corporate Governance on Financial Performance Through Agency Costs in ASEAN-5 Countries for the Period 2018-2022

By:

LARASATI SUKMA PERDANA

This study aims to analyze the direct and indirect effects of capital structure and corporate governance on financial performance through agency cost as a mediating variable in ASEAN-5 countries during the period 2018–2022. This is a quantitative study that uses panel data regression analysis to test the relationship between variables. The research was conducted on public companies listed in the TOP 50 of the ASEAN-5 countries (Indonesia, Malaysia, Singapore, Thailand, and the Philippines) from 2018 to 2022. This study used purposive sampling, resulting in a sample of 113 companies and 565 observations. The analysis was conducted using SPSS Version 25, covering descriptive statistics, classical assumption tests (normality, multicollinearity, heteroscedasticity), and mediation tests (causal step and Sobel test). Regression analysis shows that capital structure has a significant negative effect on financial performance and a significant positive effect on agency cost. Corporate governance does not have a significant direct effect on financial performance, but it has a significant negative effect on agency costs. The Sobel test confirms that agency costs significantly mediate the relationship between capital structure and financial performance, as well as the relationship between corporate governance and financial performance. This study concludes that both capital structure and corporate governance indirectly affect financial performance.

Keywords: Capital Structure, Corporate Governance, Agency Cost, Financial Performance, ASEAN-5

Judul Tesis

**: Analisis Pengaruh Struktur Modal Dan
Corporate Governance Terhadap Kinerja
Keuangan Melalui Agency Cost Pada Negara
ASEAN-5 Periode 2018-2022**

Nama Mahasiswa**: Larasati Sukma Perdana****Nomor Pokok Mahasiswa****: 2221031028****Program Studi****: Magister Ilmu Akuntansi****Fakultas****: Ekonomi dan Bisnis****Menyetujui****1. Komisi Pembimbing****Pembimbing II**

Dr. Sudrajat, S.E., M.Acc., Ak., CA., CPA.
NIP. 19730923 200501 1001

Ninuk Dewi Kesumaningrum, S.E., M.Sc., Akt., Ph.D.
NIP. 19820220 200812 2003

2. Ketua Program Studi Magister Ilmu Akuntansi

Prof. Dr. Rindu Rika Gamayuni, S.E., M.Si., Ak.
NIP. 19750620 200012 2001

MENGESEHKAN

1. Tim Pengaji

Ketua

: **Dr. Sudrajat, S.E., M.Acc., Ak., CA., CPA.**

Sekretaris

: **Ninuk Dewi Kesumaningrum, S.E., M.Sc., Akt., Ph.D.**

Pengaji Utama

: **Prof. Yuliansyah., S.E., M.S.A., Ph.D., Ak., CA.**

Anggota Pengaji

: **Dr. Retno Yuni Nur Susilowati, S.E., M.Sc., Akt.**

2. Dekan Fakultas Ekonomi



Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si.
NIP 19660621 199003 1003

3. Direktur Pascasarjana



Prof. Dr. Ir. Murhadi, M.Si.
NIP 19640326 198902 1001

Tanggal Lulus Ujian Tesis: 7 November 2025

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama :Larasati Sukma Perdana

NPM :2221031028

Dengan ini menyatakan bahwa tesis yang berjudul “**Analisis Pengaruh Struktur Modal Dan Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Melalui Agency Cost Pada Negara ASEAN-5 Periode 2018-2022**” adalah benar hasil karya saya sendiri. Dalam tesis ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya, selain itu atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan saya ini tidak benar, maka saya siap menerima sanksi sesuai dengan peraturan yang berlaku.

Bandar Lampung, 3 Desember 2025



Larasati Sukma Perdana

RIWAYAT HIDUP



Penulis tesis ini dilahirkan di Kota Metro pada tanggal 14 April 2001. Penulis adalah anak pertama dari dua bersaudara yang dilahirkan dari pasangan Joko Sobo dan Evi Dahlan. Penulis mengawali pendidikan Sekolah Dasar (SD) di SD Muhammadiyah Metro Pusat, Sekolah Menengah Pertama (SMP) di SMPN 4 Metro, dan Sekolah Menengah Atas (SMA) di SMAN 1 Metro lulus pada tahun 2018. Selanjutnya penulis lulus dari Program Studi S1Akuntansi di Fakultas Ekonomi Universitas Widyatama Bandung pada tahun 2021. Pada tahun berikutnya, penulis melanjutkan pendidikan di Magister Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung melalui jalur reguler.

PERSEMPAHAN

Alhamdulillahirobbil'alamin

Teriring doa dan rasa syukur kepada Allah SWT yang Maha Esa, juga shalawat bagi panutanku Nabi Muhammad SAW.

Kupersembahkan tesis ini sebagai tanda cinta dan kasih kepada :

Diriku sendiri

Terima kasih sudah bertahan dan berjuang sampai di titik ini untuk menyelesaikan tesis dengan berbagai usaha dan air mata yang dicurahkan.

Orang Tuaku

Yang selalu mendukungku secara moril maupun materil serta selalu mengasihi dan mendoakan setiap waktu, memberi nasihat, motivasi dan semangat kepadaku.

Terima kasih atas pengertian dan perhatian yang telah kalian berikan.

Seluruh keluarga besar dan sahabat-sahabatku

Yang selalu memberikan doa, mendukung, menyemangatiku, dan memberikan bantuan kepadaku melalui nasihat dan motivasi yang tiada henti.

Ima kasih atas bimbingan dan ilmu yang telah diberikan selama ini. Semoga selalu diberikan kebahagian dan kesehatan oleh Allah SWT. Aamiin.

Almamaterku, Universitas Lampung

MOTTO

**“Lakukanlah usahamu sebaik mungkin dalam menjalani hidup/ujian,
sisanya serahkan dan percayakan sepenuhnya kepada Allah”**

HR. At-Tirmidzi

**"Boleh jadi kamu membenci sesuatu, padahal ia amat baik bagimu, dan
boleh jadi (pula) kamu menyukai sesuatu, padahal ia amat buruk bagimu;
Allah mengetahui, sedang kamu tidak mengetahui"**

QS. Al-Baqarah (2): 216

SANWACANA

Bismillahirrohmaanirrohiim, Alhamdulillah, puji syukur atas kehadiran Allah SWT, yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan judul “Analisis Pengaruh Struktur Modal Dan *Corporate Governance* Terhadap Kinerja Keuangan Melalui *Agency Cost* Pada Negara ASEAN-5 Periode 2018-2022”. Penyusunan tesis ini guna melengkapi dan memenuhi sebagian persyaratan untuk meraih gelar Magister Ilmu Akuntansi pada Program Studi Magister Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Penulisan tesis ini tidak akan terwujud tanpa adanya dukungan berupa pengarahan, bimbingan, dan kerja sama dari semua pihak yang telah membantu dalam proses penyelesaian tesis ini. Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada:

1. Ibu Prof. Dr. Ir. Lusmeilia Afriani, D.E.A., I.P.M., ASEAN Eng. selaku Rektor Universitas Lampung
2. Bapak Prof. Dr. Ir. Murhadi, M.Si. selaku Direktur Pascasarjana Universitas Lampung
3. Bapak Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
4. Ibu Prof. Dr. Rindu Rika Gamayuni, S.E., M.Si. Ak. selaku Ketua Program Studi Magister Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung
5. Bapak Dr. Sudrajat, S.E., M.Acc., Ak., CA., CPA. selaku Pembimbing Pertama yang telah memberikan waktu, bimbingan, nasihat, saran,

pengarahan, dukungan, dan motivasi yang sangat berharga dalam proses penyelesaian tesis ini.

6. Ibu Ninuk Dewi Kesumaningrum, S.E., M.Sc., Akt., Ph.D. selaku Pembimbing Kedua yang telah memberikan waktu, bimbingan, nasihat, saran, pengarahan, dukungan, dan motivasi yang sangat berharga dalam proses penyelesaian tesis ini.
7. Bapak Prof. Yuliansyah., S.E., M.S.A., Ph.D., Akt., CA. selaku Penguji Utama yang telah memberikan bimbingan, arahan, dan saran-saran yang membangun, serta segala bantuan selama proses penyelesaian tesis ini.
8. Ibu Dr. Retno Yuni Nur Susilowati, S.E., M.Sc., Akt. selaku Anggota Penguji yang telah memberikan bimbingan, arahan, dan saran-saran yang membangun, serta segala bantuan selama proses penyelesaian tesis ini.
9. Ibu Dr. Ratna Septiyanti, S.E., M.Si., Akt. selaku Pembimbing Akademik yang telah memberikan bimbingan dan dukungan selama proses perkuliahan berlangsung.
10. Seluruh Bapak dan Ibu Dosen di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang telah memberikan ilmu dan pengetahuannya, serta pembelajaran selama proses perkuliahan berlangsung.
11. Seluruh staff dan karyawan di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang telah memberikan bantuan dan pelayanan yang baik selama penulis menempuh pendidikan di Universitas Lampung.
12. Kedua orangtuaku tersayang. Terimakasih untuk Papaku, meskipun Papa tidak sempat melihatku berdiri di garis akhir, semangatmu tidak pernah pergi. Kenangan akan senyum dan banggamu menjadi kekuatan terbesar

yang mendorong penulis untuk menyelesaikan apa yang sudah dimulai. Semoga Allah SWT senantiasa melimpahkan rahmat-Nya dan menempatkan Papa di surga-Nya yang paling indah. Terimakasih untuk Mamaku. Di tengah tekanan dan keraguan, kehadiran dan senyum Mama selalu menjadi suntikan semangat terbaik yang langsung menghapus lelah bagi penulis. Semoga Allah SWT selalu memberikan kesehatan, kebahagian, dan panjang umur bagi Mama.

13. Adikku, Tasya Zahrani serta seluruh keluarga besar Dahlan Sikumbang dan Lilik PujoHaryono, terimakasih sudah menjadi sistem pendukung terhebat yang tak pernah lelah memberikan energi positif dan semangat. Kehadiran kalian adalah anugerah terbesar dalam perjalanan akademis ini. Semoga Allah SWT senantiasa menganugerahkan keberkahan dalam setiap usaha kalian menggapai kesuksesan.
14. Sahabat-sahabat seperjuangan dalam bangku perkuliahan, Fadhilah, Ines Muharomah, Shaskya Cika, Rizka Rifki, dan Diah Kurnia. Terimakasih atas solidaritas dan kerelaan hati untuk selalu memberikan bantuan di tengah kesibukan masing-masing. Semua pengorbanan ini sangat berarti. Marilah kita saling mendoakan agar semua ikhtiar kita dilancarkan dan berujung pada keberhasilan.
15. Seluruh teman-teman Magister Ilmu Akuntansi 2022 yang telah membantu belajar, berbagi canda tawa, motivasi, dan dukungan selama proses penyelesaian tesis ini.
16. Terakhir, kepada diri saya sendiri Larasati Sukma Perdana. Terimakasih karena telah mampu melewati setiap tantangan dan tetap berkomitmen

hingga mencapai titik ini. Meskipun sering diuji oleh rasa putus asa dan kegagalan sementara, saya berterima kasih karena kegigihan dan semangat pantang menyerah selalu menjadi pilihan utama. Terimakasih karena telah menyelesaikan tanggung jawab ini secara maksimal dan bertanggung jawab.

Penulis menyadari masih banyak kekurangan dalam proses penulisan tesis ini, maka penulis mengharapkan adanya kritik ataupun saran yang dapat membantu penulis dalam menyempurnakan tesis ini. Penulis berharap semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi semua yang membacanya.

Bandar Lampung, 3 Desember 2025
Penulis,

Larasati Sukma Perdana
NPM 2221031028

DAFTAR ISI

ABSTRAK	iii
ABSTRACT	iv
LEMBAR PERSETUJUAN	v
LEMBAR PENGESAHAN	Error! Bookmark not defined.
PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME	Error! Bookmark not defined.
RIWAYAT HIDUP	viii
PERSEMBAHAN.....	ix
MOTTO	x
SANWACANA	xi
DAFTAR ISI.....	xv
DAFTAR TABEL	xviii
DAFTAR GAMBAR.....	xix
BAB I. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang dan Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	9
1.3 Tujuan Penelitian	9
1.4 Manfaat Penelitian	10
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA.....	12
2.1 Landasan Teori.....	12
2.1.1 Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>)	12
2.1.2 Teori Sinyal (<i>Signaling Theory</i>)	13
2.1.3 Struktur Modal	13
2.1.4 <i>Corporate Governance</i>	15
2.1.4.1 Proporsi Dewan Independen.....	15
2.1.5 Kinerja Keuangan	17

2.1.6	<i>Agency cost</i>	18
2.2	Pengembangan Hipotesis	19
2.2.1	Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan	19
2.2.2	Pengaruh Struktur Modal terhadap <i>Agency Cost</i>	21
2.2.3	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Kinerja Keuangan	21
2.2.4	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Agency Cost</i>	22
2.2.5	Pengaruh <i>Agency Cost</i> terhadap Kinerja Keuangan	23
2.2.6	Pengaruh Struktur Modal Secara Tidak Langsung terhadap Kinerja Keuangan melalui <i>Agency Cost</i>	24
2.2.7	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> Secara Tidak Langsung terhadap Kinerja Keuangan melalui <i>Agency Cost</i>	24
2.3	Kerangka Berpikir.....	25
	BAB III. METODE PENELITIAN	26
3.1	Jenis dan Sumber Data.....	26
3.2	Populasi dan Sampel	26
3.3	Definisi Operasional Variabel.....	27
3.3.1	Variabel Dependen	27
3.3.1	Variabel Independen	27
3.3.2	Variabel Mediasi.....	28
3.4	Metode Analisis	29
3.4.1	Uji Analisis Deskriptif	29
3.4.2	Uji Asumsi Klasik.....	30
3.4.2.1	Normalitas.....	30
3.4.2.2	Multikolinieritas.....	31
3.4.2.3	Heteroskedasitas	31
3.4.3	Analisis Regresi dengan Variabel Mediasi	32
3.4.3.1	<i>Causal Step</i>	32
3.4.3.2	Uji Sobel	34
	BAB VI. ANALISIS DAN PEMBAHASAN	36
4.1	Gambaran Umum Objek Penelitian	36
4.2	Analisis Data	42
4.2.1	Hasil Uji Statistik Deskriptif.....	42
4.2.2	Uji Asumsi Klasik.....	44

4.2.3	Uji Hipotesis	46
4.2.3.1	Tahap <i>Causal Step</i> Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Melalui <i>Agency Cost</i>	47
4.2.3.2	Tahap <i>Causal Step</i> Pengaruh <i>Corporate Governance</i> Terhadap Kinerja Keuangan Melalui <i>Agency Cost</i>	51
4.2.3.3	Uji Sobel	55
4.2.4	Pembahasan Hipotesis	57
4.2.4.1	Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan	57
4.2.4.3	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Kinerja Keuangan	58
4.2.4.4	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Agency Cost</i>	60
4.2.4.5	Pengaruh <i>Agency Cost</i> terhadap Kinerja Keuangan	61
4.2.4.6	Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan melalui <i>Agency Cost</i>	62
4.2.4.7	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Kinerja Keuangan melalui <i>Agency Cost</i>	63
4.2.4.8	Ringkasan Hasil Uji Hipotesis	64
BAB V. PENUTUP	66
5.1	Kesimpulan	66
5.2	Keterbatasan.....	68
5.3	Saran	70
DAFTAR PUSTAKA	72
LAMPIRAN	79

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Sampel Penelitian.....	37
Tabel 4.2 Daftar Sampel	37
Tabel 4.3 Hasil Uji Analisis Deskriptif.....	42
Tabel 4.4 Hasil Uji Normalitas	44
Tabel 4.5 Hasil Uji Multikolinieritas	45
Tabel 4.6 Hasil Uji Heteroskedasitas	46
Tabel 4.7 Hasil Uji Analisis Pengaruh DER Terhadap ROA	48
Tabel 4.8 Hasil Uji Analisis Pengaruh DER Terhadap AC	49
Tabel 4.9 Hasil Uji Analisis Pengaruh DER serta AC Terhadap ROA	50
Tabel 4.10 Hasil Uji Analisis Pengaruh GCG Terhadap ROA.....	52
Tabel 4.11 Hasil Uji Analisis Pengaruh ROA Teradap AC.....	53
Tabel 4.12 Hasil Uji Analisis Pengaruh GCG serta AC Terhadap ROA.....	54
Tabel 4.13 Hasil Uji Sobel.....	56
Tabel 4.14 Hasil Uji Hipotesis	64

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Grafik ROA dan ROE ASEAN	2
Gambar 1.2 Grafik Leverage ASEAN	3
Gambar 1.3 Grafik Skor Tata Kelola Negara ASEAN	5
Gambar 1.4 Grafik ROA PT Aneka Tambang	6
Gambar 1.5 Grafik ROA EASTW	7
Gambar 1.6 Grafik DER EASTW	7
Gambar 2.1 Kerangka Berpikir	25
Gambar 4.1 Model 1 <i>Causal Step</i>	47
Gambar 4.2 Model 2 <i>Causal Step</i>	51

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang dan Masalah

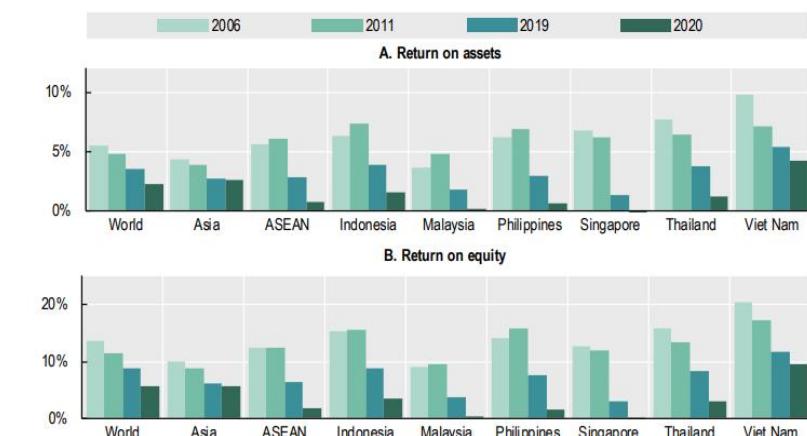
Kinerja keuangan perusahaan adalah penggambaran dari kemampuan keuangan perusahaan yang dapat diukur melalui beberapa rasio keuangan yang terkait (Alamsyahbana, 2024). Tingkat kinerja keuangan suatu perusahaan yang baik, jika suatu perusahaan tersebut dapat menghasilkan laba secara maksimal dan memiliki kemampuan dalam memenuhi kewajibannya, baik jangka pendek maupun jangka panjang (Rahayu, 2020).

Dampak pertumbuhan kinerja keuangan di kawasan ASEAN dalam jangka panjang sebagian besar telah diabaikan (Vo & Ho, 2025). Keberhasilan jangka panjang dan kelangsungan hidup perusahaan, terutama dalam pasar yang kompetitif di negara-negara berkembang, sangat ditentukan oleh kinerjanya. Oleh karena itu, untuk mengatasi tantangan ekonomi dan ketidakstabilan pasar, perusahaan sebaiknya menggunakan sumber daya yang dimilikinya secara optimal demi mencapai pertumbuhan yang berkelanjutan (Atmaja & Utami, 2025).

Peneliti ingin mengkaji dampak ini menggunakan data terkini tentang kinerja keuangan, terutama kawasan ASEAN yang terlibat dalam penilaian *ASEAN Corporate Governance Scorecard* (ACGS) oleh *ASEAN Capital Market Forum*, terdiri dari: Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, dan Vietnam (ADB, 2021). Namun, negara Vietnam dikecualikan karena keterbatasan akses data terhadap perusahaan-perusahaan di Vietnam, sehingga hanya lima negara yang disebutkan sebagai ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Filipina).

ASEAN saat ini merupakan pusat manufaktur dan perdagangan global, sekaligus menjadi salah satu pasar konsumen dengan pertumbuhan tercepat di dunia (ADB, 2021). Namun, dinamika pertumbuhan dan tingkat pembangunan masih berbeda-beda di setiap negara, meskipun menunjukkan pola penurunan yang serupa. Hal tersebut ditunjukkan dengan penurunan tajam dalam tingkat profitabilitas terjadi pada perusahaan-perusahaan ASEAN antara tahun 2011 dan 2019. Profitabilitas turun sekitar delapan poin persentase untuk perusahaan di Indonesia, Filipina dan Singapura, dan sekitar lima poin persentase untuk perusahaan di Malaysia dan Thailand (OECD, 2023).

Tren penurunan serupa juga terjadi pada profitabilitas perusahaan pada kelima negara ASEAN yang diukur melalui ROA (*Return on Assets*). Perlu disebutkan bahwa, secara keseluruhan, perusahaan non-keuangan di Vietnam menunjukkan profitabilitas tertinggi, diikuti oleh perusahaan Thailand dan Indonesia (OECD, 2023).



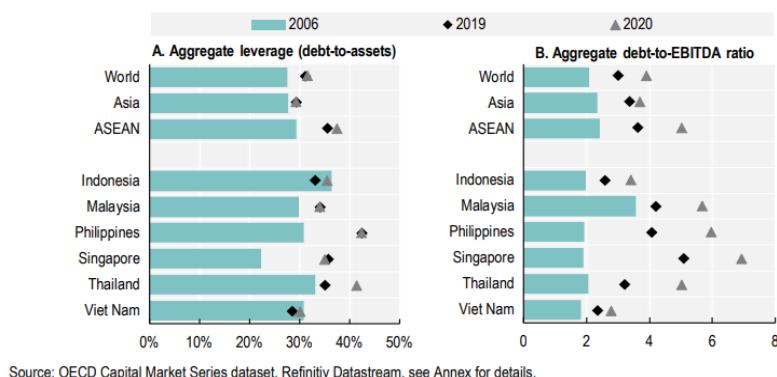
Source: OECD Capital Market Series dataset, Refinitiv Datastream, see Annex for details.

Sumber: OECD, 2023

Gambar 1.1 Grafik ROA dan ROE ASEAN Tahun 2006, 2011, 2019, dan 2020

Di tingkat negara, pola utang juga menunjukkan perbedaan yang signifikan. Karena hanya berfokus pada utang finansial, peningkatan berdasarkan berbagai ukuran, seperti struktur dan komposisi utang telah mencapai angka yang besar di beberapa negara. Misalnya, ketika mengukur *leverage* sebagai rasio utang terhadap aset, perusahaan tercatat di Singapura, Filipina, dan Thailand mengalami

peningkatan lebih dari 8 poin persentase antara tahun 2006 dan 2020. Di Malaysia, *leverage agregat* meningkat sebesar 4 poin persentase. Perusahaan-perusahaan di Vietnam dan Indonesia mengalami sedikit penurunan tingkat leverage pada tahun 2019 dan 2020 jika dibandingkan dengan tahun 2006. Jika dilihat dari rasio utang terhadap EBITDA, peningkatannya jauh lebih nyata. Meskipun terjadi pertumbuhan neraca, terdapat penurunan laba yang konsisten selama dekade terakhir (OECD, 2023). Hal ini menunjukkan bahwa kelima negara di ASEAN secara kompak mengalami tekanan keuangan yang signifikan.



Sumber: OECD, 2023

Gambar 1.2 Grafik Leverage ASEAN Tahun 2006, 2019, dan 2020

Salah satu variabel yang memiliki potensi berpengaruh terhadap kinerja keuangan adalah struktur modal perusahaan (Sdiq & Abdullah, 2022). Phuong dan Nguyen (2019) menyatakan dalam penelitiannya yang dilakukan di Vietnam bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan. Temuan tersebut konsisten dengan beberapa temuan lain yang menyebutkan bahwa adanya korelasi terbalik antara struktur modal yang digunakan dengan kinerja keuangan yang dicapai perusahaan, seperti penelitian (Aulia & Gandakusuma, 2020; Sdiq & Abdullah, 2022).

Namun, pandangan berdasarkan penelitian tersebut tidak ekuivalen dengan hasil yang menyatakan bahwa adanya arah positif (Ningsih & Utami, 2020) menyatakan bahwa berdasarkan hasil penelitiannya *debt to equity ratio* sebagai indikator variabel struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Penting untuk diingat bahwa hubungan antara struktur modal dan kinerja

keuangan bersifat kompleks dan dapat bervariasi antara perusahaan dan sektor industri (Susilawati et al., 2022). Studi empiris dan analisis khusus untuk masing-masing negara dan sektor ekonomi di ASEAN dapat memberikan wawasan yang lebih mendalam tentang bagaimana struktur modal mempengaruhi kinerja keuangan.

Selain itu, perusahaan di kawasan ASEAN juga menghadapi tantangan dalam menjaga keberlanjutan bisnis dan meningkatkan daya saing di pasar global (Atmaja & Utami, 2025). Penerapan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) menjadi salah satu strategi penting untuk mencapai tujuan tersebut. *Corporate governance* mencakup praktik-praktik seperti transparansi, akuntabilitas, tanggung jawab dewan, independensi, dan keadilan dalam pengelolaan perusahaan (OECD, 2025). Melalui penerapan *corporate governance* secara efektif, perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan investor, mengurangi risiko operasional, dan memperbaiki kinerja keuangan secara keseluruhan.

Berdasarkan Prinsip Tata Kelola Perusahaan G20/OECD (OECD, 2023) merekomendasikan pentingnya independensi dewan direksi untuk menjaga objektivitas dalam pengawasan kinerja manajerial, mencegah konflik kepentingan, dan menyeimbangkan berbagai tuntutan terhadap perusahaan. Hal ini didukung oleh teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976) menyatakan bahwa direktur independen atau direktur non-eksekutif bertugas sebagai mekanisme pengawasan. Peningkatan jumlah direktur independen memiliki pengaruh positif pada kinerja perusahaan, khususnya dalam hal profitabilitas, sesuai dengan prinsip-prinsip teori keagenan tersebut.

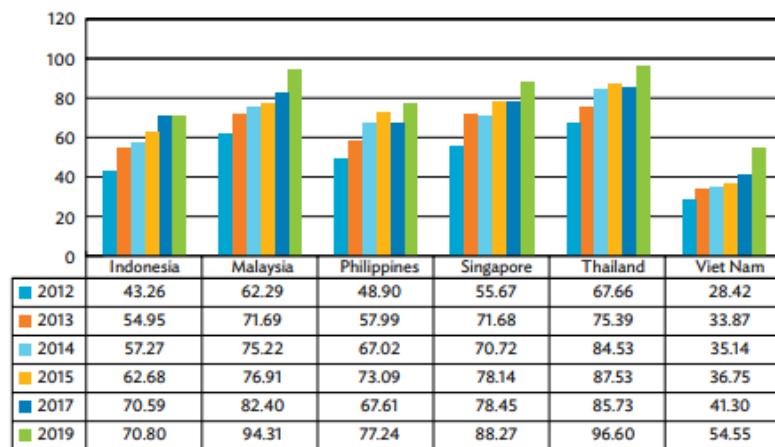
Bich dan Uyen (2020) menyatakan dari hasil temuannya bahwa penerapan *corporate governance* di Vietnam masih menghadapi banyak kendala. Hal ini terlihat dari proporsi dewan independen yang seharusnya berfungsi sebagai pengawas dan pendorong kinerja, justru tidak memberikan pengaruh yang diharapkan atau bahkan memiliki dampak negatif. Kegagalan dalam melakukan pengawasan secara efektif tersebut menjadi penyebab menurunnya tingkat kinerja keuangan perusahaan (Nurhidayanti et al., 2023).

Namun, laporan OECD (2023) menyoroti bahwa pentingnya *corporate governance* dalam meningkatkan efisiensi pasar dan menciptakan sistem

manajemen risiko yang lebih terstruktur di negara-negara ASEAN. Perusahaan dengan *corporate governance* yang baik cenderung lebih tangguh dalam menghadapi tekanan ekonomi dan lebih menarik bagi investor asing.

Berdasarkan *Asean Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assesments 2019* (ADB, 2019) *corporate governance* di seluruh negara ASEAN mengalami peningkatan pada tahun 2019. Thailand tetap menjadi negara dengan tata kelola perusahaan terbaik, diikuti oleh Malaysia dan Singapura. Vietnam menunjukkan peningkatan terbesar, yaitu sebesar 32% (ADB, 2019). Beberapa bukti empiris terkait pengaruh *corporate governance* telah dilakukan oleh peneliti terdahulu.

Menurut Utami dan Pernamasari (2019) menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara skor *corporate governance* dan kinerja keuangan perusahaan di ASEAN. Perusahaan dengan skor *corporate governance* yang tinggi cenderung memiliki *Return on Assets* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE) yang lebih baik. Namun, hal ini tidak sejalan dengan yang terjadi, salah satunya negara Singapura yang memiliki penurunan kinerja keuangan di tahun 2019, sedangkan negara tersebut memiliki skor tata kelola yang baik.



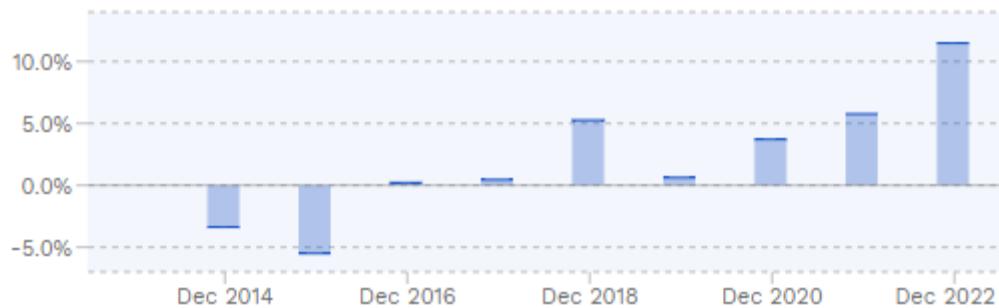
Sumber: (ADB, 2019)

Gambar 1.3 Grafik Skor Tata Kelola Negara ASEAN

Salah satu perusahaan terdaftar di Indonesia yang masuk dalam “*TOP 50 Publicly Listed Companies*” berturut selama periode 2018-2022 berdasarkan skor

yang diperoleh atas penilaian *Asean Corporate Governance Scorecard* (ACGS) berdasarkan *Asean Capital Market Forum* (ACMF) adalah PT Aneka Tambang. Namun, hal ini menjadi perhatian dikarenakan perusahaan tersebut pernah terjerat kasus korupsi, dimana kasus korupsi mencerminkan penerapan sistem tata kelola perusahaan yang kurang baik (Trihatmoko & Kuncoro, 2021).

Kasus korupsi yang melibatkan emas di PT Antam bukan pertama kalinya terjadi. Pada tahun 2022, KPK telah menjatuhkan vonis kepada pelaku korupsi dengan modus persekongkolan pengalihan izin usaha tambang emas. Hasil penyelidikan Kejaksaan Agung menunjukkan bahwa dugaan korupsi emas di PT Antam ini telah berlangsung sejak tahun 2015 hingga 2022. Terulangnya kasus korupsi emas di PT Antam ini menimbulkan pertanyaan tentang penerapan prinsip-prinsip *Good Coporate Governance* (GCG) dan efektivitas pengawasannya.



Sumber: *Annual Report* PT Aneka Tambang

Gambar 1.4 Grafik ROA PT Aneka Tambang

Kinerja keuangan PT Aneka Tambang berdasarkan ROA menunjukkan tren positif 5 tahun terakhir. Profitabilitas terbaru melebihi rata-rata dan median 5 tahun terakhir, serta merupakan yang tertinggi dalam periode tersebut. Meskipun mengalami penurunan pada 2019, ANTM berhasil meningkatkan profitabilitas secara signifikan di tahun-tahun berikutnya. Oleh karena itu, hal tersebut bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Handayani et al. (2024); Obeid dan Sundarasesan (2017) di India, Malaysia, dan Singapura; Al Farooque et al. (2019) di Thailand, menunjukkan bahwa anggotan dewan khususnya dewan

direksi independen harus melaksanakan wewenang dan tanggung jawabnya untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Perusahaan terdaftar di negara Asean lainnya yang masuk “*TOP 50 Publicly Listed Companies*” berturut selama periode 2018-2022 berdasarkan skor yang diperoleh atas penilaian ACGS berdasarkan ACMF adalah *Eastern Water Resources Development and Management Public Company Limited*, bersama dengan anak perusahaannya, terlibat dalam pengembangan dan pengelolaan sistem jaringan pipa distribusi air di wilayah pesisir timur Thailand. *Eastern* menjadi perhatian bagi peneliti, dikarenakan kinerja keuangan berdasarkan ROA memiliki tren negatif menurun selama periode 2015-2018.



Sumber: *Annual Report EASTW*

Gambar 1.5 Grafik ROA EASTW



Sumber: *Annual Report EASTW*

Gambar 1.6 Grafik DER EASTW

Penurunan kinerja keuangan yang dialami oleh perusahaan EASTW menunjukkan ketidaksesuaian dengan hasil penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja

keuangan. Salah satunya penelitian dari Aulia dan Gandakusuma (2020) di tingkat ASEAN menemukan bahwa rasio *Total Debt to Total Assets* (TDTA) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *Return on Assets* (ROA), begitu pula dengan *Total Debt to Equity* (TDTE). Artinya, perusahaan dengan struktur modal yang tinggi cenderung menunjukkan kinerja keuangan yang lebih rendah. Namun, dalam kasus EASTW, penurunan struktur modal justru diikuti oleh penurunan kinerja keuangan, yang bertentangan dengan temuan tersebut.

Pada akhirnya, seluruh dinamika tersebut tidak terlepas dari konflik kepentingan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen, yang melahirkan persoalan keagenan (*agency problem*). Berdasarkan teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976) konflik ini berpotensi menimbulkan *agency cost*, yaitu biaya yang timbul untuk mengawasi dan menyelaraskan kepentingan manajemen dengan tujuan pemilik perusahaan. Dalam hal ini, *corporate governance* yang baik berperan penting dalam menekan *agency cost* melalui peningkatan transparansi, akuntabilitas, dan pengawasan yang efektif (Chaudhary, 2022).

Lebih lanjut, efektivitas *corporate governance* dalam meningkatkan kinerja keuangan sangat dipengaruhi oleh tingkat *agency cost* yang dihadapi perusahaan. Penerapan *corporate governance* menjadi sangat penting karena potensi konflik kepentingan juga semakin besar pada saat *agency cost* meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa *corporate governance* berfungsi sebagai alat untuk menekan *agency cost*. Hal ini sejalan dengan temuan Agarwal dan Singh (2020), yang menyatakan bahwa pemegang saham menggunakan mekanisme *corporate governance* sebagai instrumen untuk menekan *agency cost* dan memaksimalkan nilai perusahaan dari perspektif keagenan.

Oleh karena itu, memahami peran *agency cost* sebagai variabel mediasi menjadi penting untuk mengevaluasi secara lebih mendalam efektivitas *corporate governance* dalam meningkatkan kinerja keuangan di berbagai kondisi organisasi. Penelitian ini akan menjadikan *agency cost* sebagai variabel yang memediasi struktur modal dan *corporate governance* terhadap kinerja keuangan perusahaan terdaftar di Bursa Efek Negara ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Filipina) periode 2018-2022.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan sebelumnya, maka rumusan masalah akan dibahas dalam penelitian ini:

1. Bagaimana pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan pada Negara ASEAN-5?
2. Bagaimana pengaruh struktur modal terhadap *agency cost* pada Negara ASEAN-5?
3. Bagaimana pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja keuangan pada Negara ASEAN-5?
4. Bagaimana pengaruh *corporate governance* terhadap *agency cost* pada Negara ASEAN-5?
5. Bagaimana pengaruh *agency cost* terhadap kinerja keuangan pada Negara ASEAN-5?
6. Bagaimana pengaruh struktur modal dan *corporate governance* terhadap kinerja keuangan secara tidak langsung pada Negara ASEAN-5?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah diatas, Adapun tujuan dari permasalahan ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan pada Negara ASEAN-5.
2. Untuk menganalisis pengaruh struktur modal terhadap *agency cost* pada Negara ASEAN-5.
3. Untuk menganalisis pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja keuangan pada Negara ASEAN-5.
4. Untuk menganalisis pengaruh *corporate governance* terhadap *agency cost* pada Negara ASEAN-5.
5. Untuk menganalisis pengaruh *agency cost* terhadap kinerja keuangan pada Negara ASEAN-5.

6. Untuk menganalisis pengaruh struktur modal dan *corporate governance* terhadap kinerja keuangan secara tidak langsung pada Negara ASEAN-5.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi berbagai pihak secara teoretis maupun secara praktis.

1. Secara Teoretis
 - a) Dari sisi teori keagenan, penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal (diukur dengan DER) dan *corporate governance* (diukur dengan dewan independen) bisa mempengaruhi *agency cost*, yang pada akhirnya berdampak pada kinerja keuangan (ROA). Ini memberikan pemahaman lebih dalam bagaimana perusahaan menekan konflik antara manajemen dan pemilik.
 - b) Dari sisi teori sinyal, penelitian ini menjelaskan bahwa kinerja keuangan yang baik adalah sinyal positif bagi investor. Sinyal positif ini bukan hanya dipengaruhi oleh struktur modal dan *corporate governance*, tetapi juga dari seberapa baik perusahaan mengelola biaya yang timbul akibat konflik kepentingan.
2. Secara Praktis
 - a) Bagi Manajemen Perusahaan
 - 1) Memberikan kontribusi bagi pihak manajemen perusahaan-perusahaan di kawasan ASEAN dalam merumuskan strategi pengelolaan struktur modal yang optimal dan menerapkan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* secara efektif, guna meningkatkan efisiensi operasional, menekan *agency cost*, serta memaksimalkan profitabilitas dan nilai perusahaan dalam jangka panjang.
 - 2) Memberikan kontribusi bagi pihak manajemen perusahaan ASEAN dalam mengurangi *agency cost*. Struktur modal dan *corporate governance* dapat membantu mengurangi *agency cost*, sehingga perusahaan dapat meningkatkan kinerja keuangannya.
 - b) Bagi Investor
 - 1) Meningkatkan keuntungan investasi. Investor yang berinvestasi di perusahaan yang memiliki struktur modal dan *corporate governance* yang baik akan

memiliki peluang untuk memperoleh keuntungan yang lebih tinggi. Hal ini karena perusahaan tersebut memiliki kinerja keuangan yang lebih baik dan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi.

- 2) Mencegah risiko kerugian investasi. Struktur modal dan *corporate governance* dapat membantu mengurangi risiko kerugian investasi. Hal ini karena struktur modal yang tepat dan penerapan *corporate governance* yang baik dapat membantu perusahaan untuk meningkatkan kinerja keuangannya dan mengurangi *agency cost*.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Menurut teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976), menyatakan bahwa *agency cost* akan semakin tinggi jika pemilik tidak memiliki kontrol langsung atas perusahaan, dengan adanya penambahan modal perusahaan dalam bentuk utang maka akan menambah pengawasan. Pengawasan sebelumnya hanya dilakukan oleh pemegang saham, namun akan bertambah pengawasan dari pihak kreditor sebagai konsekuensi adanya hutang.

Teori keagenan menjelaskan hubungan antara pemilik (prinsipal) dan manajer (agen) dalam suatu perusahaan. Pemilik menginginkan keuntungan maksimal, sedangkan manajer mungkin memiliki tujuan yang berbeda. Hal ini dapat menimbulkan *agency cost*, yaitu biaya yang muncul akibat perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajer (Sdiq & Abdullah, 2022). Jensen (1986) menambahkan bahwa utang yang tinggi dapat menekan manajer untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang menguntungkan. Hal ini dilakukan untuk menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi utang.

Teori keagenan berasumsi bahwa setiap individu, termasuk pemegang saham dan manajer perusahaan, bertindak demi kepentingannya masing-masing. Kedua belah pihak berusaha memaksimalkan kepentingan mereka, dan tidak ada jaminan bahwa manajer, sebagai agen, akan selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham. Menurut Irwansyah et al. (2020) manajer mungkin memiliki tujuan berbeda yang menyimpang dari tujuan perusahaan untuk meningkatkan kekayaan pemilik dan investor; sebaliknya, mereka mungkin

memprioritaskan kesejahteraan mereka sendiri. Perilaku manajemen dengan tujuan alternatif inilah yang memicu konflik keagenan dan menimbulkan *agency cost*.

2.1.2 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori sinyal (Spence, 1973) menyatakan bahwa pemilik informasi mengirimkan petunjuk atau sinyal kepada pihak lain untuk menunjukkan nilai atau kualitas mereka. Teori ini menganalisis bagaimana sinyal yang diberikan dapat dipercaya dan dipahami.

Menurut Leland dan Pyle (2012) menyatakan bahwa dewan direksi sebagai pemilik informasi yang lebih baik terkait perusahaan akan termotivasi untuk menyalurkan informasi tersebut kepada para calon investor dengan kata lain menyampaikan sinyal melalui laporan tahunannya sehingga dapat menambah nilai perusahaan. Keterkaitannya *corporate governance* yang baik akan meneruskan sinyal bahwa semakin baik kinerja perusahaan, maka akan dapat memaksimalkan hasil berupa pengembalian kepada *stakeholders* (Sofyaun et al., 2022).

2.1.3 Struktur Modal

Kombinasi dari utang dan ekuitas merupakan struktur modal dari suatu perusahaan yang dapat ditemukan dalam sebuah laporan posisi keuangan, dalam menganalisa struktur modal perlu adanya pertimbangan terkait proporsi utang jangka panjang dengan utang jangka pendek (Sdiq & Abdullah, 2022). Menurut berbagai penelitian tentang teori struktur modal, biaya modal utang seringkali lebih rendah dibandingkan biaya modal ekuitas. Akibatnya, entitas cenderung menggunakan lebih banyak utang sebagai strategi untuk meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan (Aulia & Gandakusuma, 2020).

Menurut Firdaus et al. (2019) menyatakan bahwa struktur modal merupakan aset keuangan perusahaan yang mendukung aktivitas operasional perusahaan, perusahaan diisyaratkan untuk memiliki struktur modal secara optimal yang diperoleh dari dalam maupun luar perusahaan. Komposisi dari struktur modal menjadi salah satu perhatian bagi pihak manajemen dalam upaya peningkatan kinerja keuangan perusahaan (Susilawati et al., 2022).

Studi oleh Kurniawati dan Yatna (2020) mengindikasikan bahwa struktur modal memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan. Struktur modal yang dikelola dengan baik akan memperbaiki posisi keuangan perusahaan dan secara tidak langsung dapat menarik minat investor. Misalnya, studi oleh Sdiq dan Abdullah (2022) serta Aulia dan Gandakusuma (2020) secara spesifik menemukan bahwa total utang terhadap aset (TDTA) dan total utang terhadap ekuitas (TDTE) memiliki dampak negatif signifikan terhadap ROA dan ROE.

Temuan tersebut sejalan dengan teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976), yang menjelaskan bahwa rasio utang yang tinggi (*high leverage*) dapat membebani perusahaan dengan beban bunga yang besar, pada akhirnya menggerus laba, menurunkan ROA, dan memicu konflik kepentingan antara pemegang saham serta kreditur. Selain itu, konsisten di beberapa negara yang menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan, di Iran (Ahmed et al., 2023); di Eropa (Li et al., 2019); di Nigeria (Ibhagui & Olokoyo, 2018); di Indonesia (Ngatno et al., 2021).

Namun, di sisi lain lain, Miller (1977) melakukan analisis komprehensif tentang bagaimana struktur modal yang optimal dalam memberikan kontribusi positif pada capaian kinerja keuangan perusahaan, studi tersebut menyimpulkan adanya hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan, menunjukkan bahwa pemilihan rasio utang dan ekuitas yang tepat dapat berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan. Ningsih dan Utami (2020), misalnya, menyatakan bahwa *debt to equity ratio* (DER) sebagai indikator struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Temuan tersebut bertentangan dengan temuan umum yang menyatakan bahwa utang tinggi akan menyebabkan kinerja yang rendah.

Penggunaan dana dari pinjaman mengimplikasikan pembayaran biaya bunga secara berkala, yang menjadi beban tetap bagi perusahaan (Irwansyah et al., 2020). Namun, semakin banyak utang yang dimiliki perusahaan, semakin besar pula kas yang harus dialokasikan untuk membayar pokok pinjaman dan bunga, menjadikan utang sebagai mekanisme disiplin yang efektif bagi manajer agar tidak menyalahgunakan *free cash flow* yang ada. Hal tersebut dapat disimpulkan

bahwa peningkatan utang dalam pendanaan perusahaan juga terbukti efektif dalam mengurangi *agency cost* (Kurniawati & Yatna, 2020).

Dengan demikian, struktur modal merupakan proporsi antara utang dan ekuitas yang bertujuan memperlancar kegiatan operasional perusahaan. Struktur modal yang digunakan sebuah perusahaan adalah perbandingan antara dana yang berasal dari ekuitas (modal sendiri) dengan dana yang bersumber dari utang (modal pinjaman), yang berfungsi untuk mendanai kegiatan operasional dan investasi.

2.1.4 *Corporate Governance*

Corporate governance adalah regulasi yang dikenal sebagai tata kelola perusahaan berfungsi mengatur relasi antar semua pihak yang memiliki kepentingan dalam perusahaan. Pihak-pihak ini sangat beragam, mulai dari pemegang modal (investor), dewan pengelola, hingga pihak luar seperti pemberi pinjaman, negara, dan staf. Aturan ini didesain untuk mendefinisikan tanggung jawab dan hak masing-masing pihak demi mengendalikan dan mengarahkan aktivitas bisnis. Implementasi praktik *corporate governance* yang optimal berpotensi memperkuat kinerja finansial dan operasional perusahaan. (Sumatriani, 2017).

Salah satu penyebab sehingga *corporate governance* yang baik dapat memberikan manfaat termasuk peningkatan kinerja bagi perusahaan, karena pada dasarnya tata kelola perusahaan memiliki 5 (lima) prinsip sesuai dengan prinsip OECD yang terdiri; prinsip akuntabilitas, prinsip responsibilitas, prinsip transparansi, prinsip kewajaran dan prinsip independensi.

2.1.4.1 Proporsi Dewan Independen

Proporsi dewan independen dalam struktur dewan komisaris merupakan salah satu elemen penting dalam penerapan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (GCG). Dewan independen berperan menjaga objektivitas pengawasan terhadap manajemen dan melindungi kepentingan pemegang saham minoritas. Menurut Peraturan OJK No. 33/POJK.04/2014, perusahaan publik di Indonesia wajib memiliki setidaknya 30% komisaris independen dari total jumlah

dewan komisaris. Keberadaan dewan independen dinilai mampu mengurangi potensi konflik kepentingan dan meningkatkan transparansi serta akuntabilitas perusahaan (Otoritas Jasa Keuangan, 2014). *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI, 2001) juga menekankan pentingnya komisaris independen dalam pengambilan keputusan strategis yang bebas dari pengaruh pemegang saham pengendali.

Definisi dan proporsi direktur independen bervariasi di beberapa negara ASEAN. Di Malaysia, istilah yang digunakan adalah *independent non-executive director*, dan berdasarkan *Malaysia Code on Corporate Governance 2017*, mereka harus membentuk setidaknya separuh dari total anggota dewan. Berbeda dengan Malaysia, Singapura, Filipina, dan Thailand menggunakan *istilah independent director*. Di Singapura, *Singapore Code on Corporate Governance 2012* menetapkan bahwa setidaknya sepertiga dari anggota dewan harus merupakan direktur independen. Thailand juga memiliki kebijakan serupa, yaitu minimal sepertiga dari anggota dewan harus independen, dengan jumlah minimum tiga orang. Sementara itu, di Filipina, perusahaan publik diwajibkan memiliki minimal dua direktur independen atau setidaknya 20% dari total anggota dewan.

Sejumlah penelitian menunjukkan bahwa proporsi dewan independen berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Penelitian oleh Islami dan Wulandari (2023) mengindikasikan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh terhadap kinerja keuangan, dewan komisaris independen bertindak untuk meningkatkan pengawasan, yang secara langsung berkontribusi pada kapabilitas perusahaan dalam mencapai maksimalisasi kinerja keuangan. Namun, hubungan tersebut tidak selalu positif dan konsisten. Penelitian oleh Nurhidayanti et al. (2023) menunjukkan bahwa kehadiran dewan komisaris independen berkorelasi negatif dengan kinerja keuangan. Hal ini disebabkan oleh kegagalan mereka dalam menjalankan peran pengawasan secara efektif, yang pada akhirnya tidak dapat mengurangi masalah keagenan dan bahkan berpotensi meningkatkan *agency cost*.

Penelitian lain di Vietnam oleh Bich dan Uyen (2020) menyiratkan bahwa penerapan *corporate governance* di Vietnam masih memiliki banyak tantangan.

Proporsi dewan independen yang seharusnya berfungsi sebagai pengawasan dan pendorong kinerja, justru tidak memberikan pengaruh yang diharapkan, atau bahkan memberikan dampak yang negatif. Meskipun memiliki proporsi yang lebih besar, komisaris independen terbukti tidak memiliki dampak signifikan terhadap kinerja keuangan (ROA), bahkan cenderung menunjukkan adanya hubungan negatif secara statistik (Maulana, 2020). Selain itu, Ngantung dan Handoyo (2023) juga menemukan bahwa proporsi dewan independen tidak signifikan secara statistik terhadap kinerja keuangan.

2.1.5 Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan perusahaan adalah penggambaran dari pencapaianan terkait keuangan perusahaan yang dapat diukur melalui beberapa rasio keuangan yang terkait. Menurut Firdaus et al. (2019) berpendapat bahwa kinerja keuangan merupakan suatu gambaran dari keberhasilan yang telah dicapai oleh perusahaan dari berbagai aktivitas perusahaan, terutama yang berkaitan dengan keuangan. Ukuran efisiensi dan efektivitas tindakan yang berasal dari internal maupun eksternal perusahaan dapat dilihat dari kinerja keuangan perusahaan. Pengukuran terhadap kesuksesan dan efisiensi perusahaan terkait pengelolaan sumber daya yang dimiliki dalam aktivitas operasi, pembiayaan, dan investasi, dapat dilakukan melalui indikator kinerja keuangan (Sdiq & Abdullah, 2022).

Kinerja perusahaan dapat diukur dari dua aspek: finansial dan non-finansial. Kinerja finansial dapat dilihat dari laporan keuangan perusahaan. Kinerja non-finansial biasanya dilihat dari pencapaian pendayagunaan sumber daya manusia. Kinerja keuangan lebih sering digunakan untuk menilai kinerja perusahaan karena dapat diukur dengan angka dan proses penilaianya lebih mudah. Pengukuran kinerja keuangan dilakukan dengan menggunakan rasio-rasio yang dihitung dari laporan keuangan, salah satunya adalah rasio profitabilitas (Aulia & Gandakusuma, 2020).

Kinerja keuangan perusahaan merupakan hasil pengelolaan sumber daya yang optimal, di mana laba menjadi salah satu indikator utama yang mencerminkan hasil tersebut. Laba memiliki peranan krusial dalam menunjang keberlanjutan perusahaan karena laba positif menunjukkan kinerja yang sehat dan

prospek yang baik di masa depan (Sinaga & Wangdra, 2021). Penelitian oleh Sinaga dan Wangdra (2021) menunjukkan bahwa pertumbuhan laba yang berkelanjutan menjadi indikator penting dalam menilai efektivitas pengelolaan perusahaan, yang berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan dan kepercayaan investor. Oleh karena itu, pertumbuhan laba yang optimal dapat dianggap sebagai refleksi dari kinerja perusahaan yang baik dan berkelanjutan.

Sebagian studi menemukan bahwa kinerja keuangan dipengaruhi oleh struktur modal, seperti Ngatno et al. (2021) menemukan bahwa bahwa struktur modal memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan, rasio utang yang terlalu tinggi dapat membebani kinerja keuangan perusahaan secara signifikan. Namun, hal tersebut tidak konsisten dengan temuan Kurniawati dan Yatna (2020) yang mengindikasikan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat menjadi strategi efektif untuk mengawasi penggunaan *free cash flow* oleh manajemen. Hal ini dapat mencegah pemborosan dana dan pada akhirnya meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Selain itu, beberapa studi menemukan bahwa kinerja keuangan dipengaruhi secara negatif oleh *agency cost*. Seperti, penelitian oleh Damayanti dan Anam (2025) yang menyatakan bahwa besarnya pengeluaran perusahaan untuk mengatasi konflik kepentingan memiliki dampak langsung terhadap kemampuan perusahaan dalam mencapai kinerja keuangan yang optimal. *Agency cost* yang lebih tinggi ini akan berpengaruh terhadap peningkatan kinerja keuangan perusahaan (Hutapea & Sulistyowati, 2024).

2.1.6 Agency cost

Menurut Ain et al. (2021), *agency cost* bisa berupa insentif finansial, seperti opsi saham, bonus kinerja, atau insentif lain yang diberikan untuk mendorong manajer bekerja sesuai dengan kepentingan pemilik. Namun, Jensen dan Meckling (1976) juga menjelaskan bahwa keputusan manajerial melibatkan berbagai kombinasi gaji, komisi, dan biaya operasional lainnya yang berpotensi menjadi sumber *agency cost*. Singkatnya, biaya ini timbul dari perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajer.

Konflik kepentingan antara prinsipal dan agen yang berbeda dapat menimbulkan biaya baru dalam perusahaan, biaya seperti itu dijelaskan dalam teori keagenan sehingga disebut sebagai *agency cost* (Sdiq & Abdullah, 2022) seperti pemberian insentif kepada manajer serta biaya pengawasan yang bertujuan agar memotivasi manajer menjalankan fungsi yang sejalan dengan tujuan pemegang saham (Muchlas, 2018). Jika *agency cost* yang dikeluarkan oleh prinsipal semakin besar dalam memantau tindakan manajer, maka hal ini akan berdampak pada kinerja keuangan perusahaan (Mursidah et al., 2021). Hal ini sepandapat dengan penelitian yang menyatakan bahwa pengeluaran-pengeluaran yang tidak penting seperti pengawasan akan berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan (Pujawati & Surasni, 2019).

Selain itu, teori sinyal (Spence, 1973) menjelaskan bahwa manajer menggunakan utang sebagai isyarat atau sinyal kepada pihak luar, seperti investor, tentang prospek perusahaan. Jika manajer memiliki keyakinan kuat terhadap masa depan perusahaan, mereka akan meningkatkan jumlah utang. Selain itu, rasio utang yang tinggi juga mendorong manajer untuk lebih efisien dalam mengelola operasional, karena adanya risiko kebangkrutan memaksa manajer untuk memangkas pengeluaran yang tidak penting (Hutapea & Sulistyowati, 2024). Hal ini disebabkan adanya utang memberikan tekanan disipliner pada manajer, memaksa mereka untuk memastikan ketersediaan kas guna membayar kewajiban demi menghindari risiko hukum, kehilangan reputasi, bahkan likuidasi perusahaan (Aditya et al., 2020).

2.2 Pengembangan Hipotesis

2.2.1 Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan

Berdasarkan teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976), peningkatan utang (DER tinggi) dapat menimbulkan masalah keagenan antara pemegang saham dan kreditor. Kreditor, sebagai pihak yang memberikan pinjaman, akan menuntut manajemen untuk mengambil keputusan yang lebih hati-hati dan menghindari proyek-proyek berisiko tinggi. Tekanan ini, meskipun bertujuan melindungi dana kreditor, dapat membatasi peluang investasi menguntungkan yang sebenarnya bisa meningkatkan laba perusahaan. Akibatnya, kinerja

keuangan (ROA) menjadi menurun karena manajemen tidak dapat memaksimalkan aset untuk menghasilkan keuntungan optimal.

Penelitian yang dilakukan oleh Aulia dan Gandakusuma (2020) pada perusahaan manufaktur negara ASEAN-5 ditemukan bahwa *total-debt to total-assets* (TDTA) mempunyai dampak negatif yang signifikan terhadap return on assets, sedangkan TDTA dan TDTE mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *return on equity*. Sdiq dan Abdullah (2022) menyatakan bahwa penelitiannya yang dilakukan pada perusahaan negara berkembang Irak, struktur modal yang diukur oleh *equity ratio* dan *debt ratio* berpengaruh negatif terhadap ROA namun terhadap MBV memiliki pengaruh positif.

Secara parsial, Susilawati et al. (2022) menemukan bahwa DER salah satu faktor utama yang memengaruhi profitabilitas perusahaan. Ketika rasio utang perusahaan meningkat, jumlah modal pemilik yang berfungsi sebagai jaminan utang menjadi berkurang. Kondisi ini membuat perusahaan menanggung beban utang yang lebih berat, yang pada akhirnya akan menggerus laba dan menurunkan ROA. Dengan kata lain, utang yang berlebihan dapat membebani kinerja keuangan perusahaan secara substansial.

Studi lainnya oleh Ngantung dan Handoyo (2023) mendukung bahwa struktur modal yang diukur dengan DER berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan, Peningkatan utang cenderung memberika pengaruh secara negatif, sebab tingginya risiko finansial (termasuk potensi kesulitan likuiditas atau *financial distress*) yang dibawanya dapat menghambat profitabilitas dan pertumbuhan kinerja keuangan perusahaan. Sejalan dengan hasil yang menyatakan bahwa variabel struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan pada studi beberapa negara, di Iran (Ahmed et al., 2023); di Inggris (Tretiakova et al., 2021); di Eropa (Li et al., 2019); di Nigeria (Ibhagui & Olokoyo, 2018); di Indonesia (Ngatno et al., 2021); di Vietnam (Phuong & Nguyen, 2019).

H1: Struktur Modal Berpengaruh Negatif terhadap Kinerja Keuangan

2.2.2 Pengaruh Struktur Modal terhadap *Agency Cost*

Penelitian Irwansyah et al. (2020) menemukan bahwa variabel *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *agency cost* pada perusahaan otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini sejalan dengan teori keagenan (Jensen & Meckling, 2012) menjelaskan bahwa adanya potensi konflik kepentingan antara kreditor dan manajer perusahaan. Kreditor memiliki kepentingan untuk mendapatkan pembayaran kembali utang beserta bunganya, sedangkan manajer perusahaan memiliki kepentingan untuk meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri. Hal ini disebabkan adanya utang memberikan tekanan disipliner pada manajer, memaksa mereka untuk memastikan ketersediaan kas guna membayar kewajiban demi menghindari risiko hukum, kehilangan reputasi, bahkan likuidasi perusahaan (Aditya et al., 2020)

Hal tersebut didukung oleh beberapa penelitian lainnya berikut ini yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap *agency cost*. Sdiq dan Abdullah (2022) menemukan dari hasil penelitiannya bahwa struktur modal yang diukur menggunakan berpengaruh positif terhadap *operating expense ratio*, artinya bahwa struktur modal yang terlalu banyak menggunakan utang dapat meningkatkan *agency cost*. Selain itu, Zulvia dan Serly (2020) mengindikasikan bahwa DER yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki ketergantungan yang besar pada pendanaan dari utang.

H2: Struktur Modal Berpengaruh Positif terhadap *Agency Cost*

2.2.3 Pengaruh Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan

Teori keagenan dijelaskan oleh (Jensen dan Meckling, 1976), berpendapat bahwa direktur independen atau direktur non-eksekutif bertugas sebagai mekanisme pengawasan. Kehadiran mereka bertujuan untuk mencegah direktur eksekutif bertindak demi kepentingan pribadi, bukan demi kepentingan perusahaan secara keseluruhan. Teori keagenan tersebut menekankan adanya efek positif dari direktur independen yang lebih tinggi terhadap kinerja perusahaan dari aspek profitabilitas.

Handayani et al. (2024) menyatakan dalam penelitiannya bahwa dewan komisaris independen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Semakin banyak anggota dewan yang independen, semakin efektif fungsi pengawasan perusahaan, yang pada akhirnya akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Studi ini sejalan dengan beberapa penelitian yang mengeksplorasi pada beberapa negara, Obeid dan Sundarasen (2017) di India, Malaysia, dan Singapura; Kao et al. (2019) di Taiwan; Al Farooque et al. (2019) di Thailand.

Selain itu, konsisten juga dengan studi oleh Millenianto (2024) mengindikasikan bahwa dewan komisaris independen dinilai mampu mengawasi keputusan manajemen dengan lebih baik. Mereka cenderung terbebas dari benturan kepentingan yang bisa muncul saat pengambilan keputusan penting. Pengawasan yang ketat ini dapat menghindarkan manajemen dari kebijakan yang merugikan, sehingga berpotensi meningkatkan tingkat pengembalian aset (ROA).

H3: Corporate Governance Berpengaruh Positif terhadap Kinerja Keuangan

2.2.4 Pengaruh Corporate Governance terhadap Agency Cost

Teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976) menyatakan konflik keagenan yang disebabkan oleh asimetri informasi dapat diminimalisir secara efektif melalui mekanisme pengawasan yang proporsional untuk menjamin penyelarasan kepentingan antara pihak manajerial dan pemilik. Yamasitha (2020) menemukan bahwa *corporate governance* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *agency cost* dalam penelitian yang dilakukan pada perusahaan manufaktur Indonesia yang terdaftar di BEI periode 2014-2018. Penelitian lain yang menggunakan ukuran dewan menemukan bahwa adanya pengaruh signifikan terhadap biaya agensi (Sofyaun et al., 2022).

Proporsi dewan memiliki peran penting dalam menentukan kebijakan dan strategi perusahaan, baik jangka pendek maupun jangka panjang (Čalopa et al., 2020). Proporsi dewan (baik dewan direksi maupun dewan komisaris) dapat mempengaruhi kinerja perusahaan dan meminimalisasi kemungkinan terjadinya permasalahan keagenan. Sehingga, pembentukan komposisi dewan independen yang efektif dan proporsional menjadi salah satu mekanisme untuk

meminimalisasi konflik kepentingan dan masalah keagenan, yang pada akhirnya akan berpengaruh dalam mengurangi *agency cost*.

Selain itu, penelitian lain oleh Chaudhary (2022) menemukan bahwa proporsi dewan independen (atau *non-executive directors*) dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan dengan adanya dewan independen yang proporsinya lebih besar, keputusan yang diambil oleh manajemen akan diawasi secara lebih ketat, sehingga mengurangi peluang terjadinya tindakan yang hanya menguntungkan manajemen dan merugikan pemegang saham. Pada akhirnya, pengawasan yang kuat ini dapat menekan *agency cost*.

H4: Corporate Governance Berpengaruh Negatif terhadap Agency Cost

2.2.5 Pengaruh Agency Cost terhadap Kinerja Keuangan

Berdasarkan teori keagenan, hubungan antara pemilik perusahaan (prinsipal) dan manajer (agen) dapat menimbulkan apa yang disebut *agency cost*. Biaya ini muncul ketika manajer mengambil keputusan yang lebih menguntungkan diri mereka sendiri daripada pemilik perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) juga menjelaskan bahwa keputusan manajerial melibatkan berbagai kombinasi gaji, komisi, dan biaya operasional lainnya yang berpotensi menjadi sumber *agency cost*. Singkatnya, biaya ini timbul dari perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajer.

Hasil penelitian Damayanti dan Anam (2025) menyatakan penelitiannya bahwa *agency cost* berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan. Besarnya *agency cost* yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengatasi masalah kepentingan dapat memengaruhi kinerja keuangan. Mariana et al. (2023) melakukan penelitian tentang pengaruh *agency cost* terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *agency cost* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Meningkatnya *agency cost* (*agency cost*) dapat menghambat pencapaian keuntungan kompetitif, yang pada akhirnya berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian lain di China (Khan et al., 2020); di Vitenam (Khuyen, 2021) dan (Hoang et al., 2019); di US (Houqe et al., 2022); juga menemukan hasil yang serupa. Mereka menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *agency cost*

dan kinerja keuangan. Mereka menemukan bahwa *agency cost* memiliki hubungan negatif dengan kinerja keuangan perusahaan. Hal ini berarti bahwa sikap mengabaikan yang bersifat meningkatkan *agency cost* dapat menurunkan pencapaian keuntungan kompetitif, yang pada akhirnya berdampak negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

H5: Agency Cost Berpengaruh Negatif terhadap Kinerja Keuangan

2.2.6 Pengaruh Struktur Modal Secara Tidak Langsung terhadap Kinerja Keuangan melalui *Agency Cost*

Teori sinyal (Spence, 1973) menjelaskan bahwa perusahaan perlu menyampaikan informasi tentang kinerja mereka kepada pihak luar melalui laporan keuangan. Laporan keuangan yang positif merupakan sinyal bahwa perusahaan berjalan dengan baik. Selanjutnya, penggunaan utang sebagai bagian dari struktur modal dapat menekan pengeluaran yang tidak penting. Berdasarkan penelitian Yamasitha (2020), hal tersebut terjadi karena pendanaan melalui utang memang menimbulkan kewajiban biaya bunga yang harus selalu dibayar. Jika utang dimanfaatkan secara strategis dan dikelola dengan efektif, instrumen ini justru memiliki potensi besar untuk meningkatkan keuntungan perusahaan.

Selain, itu konflik kepentingan dapat menyebabkan manajer perusahaan mengambil keputusan yang tidak menguntungkan kreditor, seperti mengambil risiko yang lebih tinggi atau melakukan penggelapan dana perusahaan. Hal ini dapat meningkatkan biaya kebangkrutan, biaya litigasi, dan biaya pengawasan (Zulvia & Serly, 2020). *Agency cost* yang tinggi dapat mengurangi kinerja keuangan perusahaan. Hal ini disebabkan oleh adanya penurunan profitabilitas, peningkatan biaya modal, dan penurunan nilai perusahaan.

H6: Agency Cost Memediasi Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan

2.2.7 Pengaruh *Corporate Governance* Secara Tidak Langsung terhadap Kinerja Keuangan melalui *Agency Cost*

Terkait penerapan *corporate governance* melalui *agency cost* berpengaruh secara tidak langsung terhadap kinerja keuangan (Yamasitha, 2020). Menurut

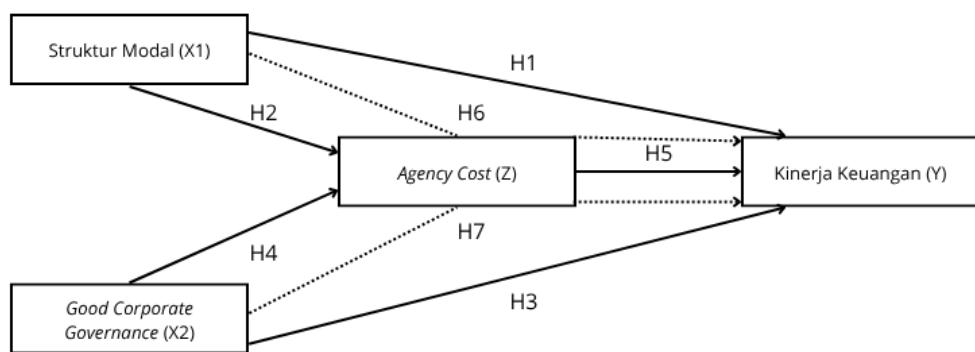
Sofyaun et al. (2022) hasil penelitian menunjukkan bahwa *agency cost* mampu memediasi ukuran dewan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa ukuran dewan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan melalui *agency cost*. Hal ini terjadi karena dewan yang besar dapat memperkuat pengawasan terhadap manajemen, sehingga meminimalisir peluang terjadinya tindakan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemilik (Raza et al., 2024).

Proporsi dewan independen yang sedikit dapat menyebabkan penurunan kemampuannya dalam mengendalikan manajemen. Hal ini dapat menimbulkan permasalahan agensi, di mana manajemen perusahaan bertindak demi kepentingan pribadi mereka sendiri daripada kepentingan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Dewan independen dapat berperan aktif dalam membantu dan mengawasi manajemen. Hal ini bertujuan untuk meminimalisasi konflik kepentingan (agency problem) dan secara langsung berkontribusi pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan.

H7: Agency Cost Memediasi Pengaruh Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan

2.3 Kerangka Berpikir

Berdasarkan uraian pengembangan hipotesis sebelumnya, maka kerangka berpikir penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Berpikir

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif, yaitu data yang berupa angka-angka yang mewakili setiap variabelnya. Sumber data yang diperoleh dalam penelitian adalah secara tidak langsung yang disebut sebagai data sekunder. Data penelitian yang digunakan adalah *Annual Report* Perusahaan *TOP 50 Publicly Listed* Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Filipina periode 2018-2022, diperoleh dari *website* Bursa Efek masing-masing negara.

3.2 Populasi dan Sampel

Penelitian agar memperoleh data yang sesuai, maka perlu adanya suatu populasi penelitian. Populasi yang digunakan pada penelitian adalah Perusahaan *TOP 50 Publicly Listed* di Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, dan Filipina. Oleh karena itu, *purposive sampling* digunakan sebagai pemilihan sampel. Kriteria yang digunakan dalam memilih sampel penelitian, sebagai berikut:

1. Perusahaan *TOP 50 Publicly Listed* di Indonesia, Malaysia, Singapura, Malaysia, dan Filipina periode 2018-2022
2. Perusahaan yang berturut-turut dalam *TOP 50 Publicly Listed* di Indonesia, Malaysia, Singapura, Malaysia, dan Filipina periode 2018-2022
3. Perusahaan yang mempublikasikan *annual report* secara lengkap dalam bahasa Inggris

3.3 Definisi Operasional Variabel

Variabel-variabel dalam penelitian harus dirumuskan agar terhindar dari kesalahan yang kemungkinan terjadi dalam pengumpulan data. Dalam penelitian ini, definisi varibelnya dapat dirumuskan sebagai berikut

3.3.1 Variabel Dependen

1. Kinerja Keuangan

Variabel kinerja keuangan dalam penelitian ini dijadikan sebagai variabel dependen. Pengukuran kinerja keuangan dapat dilakukan dengan rasio *return on assets* (ROA). Penelitian ini menggunakan ROA untuk mengukur kinerja keuangan karena ROA menunjukkan seberapa efektif manajemen dalam memanfaatkan aset perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Dengan demikian, penggunaan ROA memungkinkan peneliti untuk menilai efisiensi manajemen dan melihat bagaimana *agency cost* memengaruhi kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dari aset yang dimilikinya. Rumus dari ROA yang telah digunakan beberapa peneliti sebelumnya (Astuti et al., 2021; Atmaja & Utami, 2025; Ningsih & Utami, 2020; Sdiq & Abdullah, 2022) adalah sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Earning Before Tax}}{\text{Total Assets}}$$

3.3.1 Variabel Independen

1. Struktur Modal

Variabel independen pada penelitian ini salah satunya adalah struktur modal. Pengukuran struktur modal berdasarkan penelitian terdahulu yang relevan dapat diukur menggunakan rasio *debt to equity* (DER). Dalam konteks penelitian ini mengaitkan struktur modal dengan *agency cost*, DER sangat relevan. Penggunaan utang yang berlebihan (DER tinggi) dapat menciptakan konflik

kepentingan antara pemegang saham dan kreditur, serta antara manajemen dan pemegang saham, yang pada akhirnya meningkatkan *agency cost*. Rumus dari DER yang telah digunakan oleh peneliti sebelumnya (Astuti et al., 2021; Gborogen & Toluwa, 2023; Kurniawati & Yatna, 2020) adalah sebagai berikut:

$$DER = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$$

2. Corporate Governance

Pada penelitian ini, ukuran *corporate governance* diukur melalui proporsi dewan independen. Penting untuk memastikan bahwa proporsi dewan independen disusun sedemikian rupa sehingga mendukung pengambilan keputusan yang efisien, akurat, dan cepat, serta menjaga kemampuan dewan untuk bertindak secara mandiri dan objektif. Variabel *corporate governance* berdasarkan peneliti sebelumnya (Bich & Uyen, 2020; Obeid & Sundarasen, 2017) diukur melalui rumus sebagai berikut:

$$ID = \frac{Jumlah\ Dewan\ Independen}{Jumlah\ Dewan}$$

3.3.2 Variabel Mediasi

1. Agency Cost

Pada penelitian ini menggunakan agency cost sebagai variabel mediasi. Diharapkan bahwa agency cost dapat memediasi antara struktur modal dan corporate governance dengan kinerja keuangan. Penelitian ini menggunakan operating expense ratio sebagai proksi dari agency cost karena rasio ini dianggap dapat mencerminkan pengeluaran diskresioner oleh manajemen. Variabel agency cost berdasarkan peneliti sebelumnya (Sdiq & Abdullah, 2022; Zulvia & Serly, 2020) diukur melalui rumus sebagai berikut:

$$EXR = \frac{Operating\ Expense}{Total\ Sales}$$

3.4 Metode Analisis

Iba dan Wardahana (2023) menyatakan bahwa metode analisis merupakan pendekatan terstruktur dan logis untuk mencapai tujuan penelitian. Ini mencakup serangkaian metode dan prinsip yang memandu peneliti sepanjang keseluruhan proses. Metode analisis adalah proses sistematis yang dimulai dari penetapan tujuan dan identifikasi masalah, penyusunan kerangka teoretis, perumusan hipotesis, hingga pemilihan metode pengumpulan data dan analisis yang sesuai.

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi berganda dengan bantuan program *SPSS Versi 25*. Analisis statistik deskriptif juga digunakan untuk mengelola data. Penelitian ini menggunakan *SPSS Versi 25* karena beberapa alasan karena data yang digunakan data panel, yaitu data yang dikumpulkan secara *cross section* (data pada satu waktu) dan diikuti pada periode waktu tertentu. Teknik data panel ini menggabungkan jenis data *cross section* dan *time series*.

3.4.1 Uji Analisis Deskriptif

Menurut Iba dan Wardahana (2023) analisis deskriptif merupakan metode statistik yang dipakai untuk menyimpulkan dan mengkaji data, sehingga dapat memahami karakteristik fundamental dari suatu himpunan data. Pendekatan ini sangat penting dan bermanfaat dalam berbagai riset, pengkajian data, serta proses pengambilan keputusan. Tujuan dari pengujian analisis deskriptif adalah untuk mengetahui kualitas dari data penelitian melalui *mean* dan deviasi standar yang dalam bentuk angka atau nilai, jika *mean* memiliki nilai yang melebihi dari deviasi standar, data peneliti memiliki kualitas yang baik (Yamashita, 2020). Uji analisis ini sebagai penyampaian informasi terkait tiap variabel-variabel dalam penelitian.

SPSS Versi 25 dapat digunakan untuk membantu proses analisis statistik deskriptif. *SPSS* mampu menampilkan gambaran distribusi frekuensi data, serta menghitung beberapa statistik pokok seperti nilai rata-rata (*mean*), nilai

maksimum, nilai minimum, dan deviasi standar. Penggunaan *SPSS* diharapkan dapat menghasilkan analisis yang lebih akurat dan tepat.

3.4.2 Uji Asumsi Klasik

Menurut Iba dan Wardahana (2023) uji asumsi klasik adalah tes statistik yang digunakan dalam analisis regresi dan ANOVA untuk memastikan data memenuhi syarat-syarat dasar yang diperlukan. Memenuhi asumsi-asumsi ini sangat krusial agar hasil analisis statistik dapat dipercaya. Jika data tidak memenuhi salah satu asumsi, hasil analisisnya mungkin tidak valid.

Uji asumsi klasik yang digunakan dengan pendekatan Ordinary Least Squared (OLS) pada umumnya meliputi uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, dan uji multikolinieritas. Meskipun uji asumsi klasik umumnya dilakukan dalam regresi linier OLS, tidak semua diperlukan dalam regresi data panel. Karena, regresi data panel memiliki karakteristik unik yang meminimalisasi beberapa pelanggaran asumsi klasik dan pengujian yang berlebihan dapat membungkungkan dan menyesatkan dalam data panel. Sehingga uji yang diperlukan hanya normalitas, multikolinieritas dan heteroskedasitas (Basuki, 2021).

3.4.2.1 Normalitas

Menurut Iba dan Wardahana (2023) menyatakan bahwa asumsi utama dalam analisis statistik adalah normalitas, yang sangat penting untuk teknik seperti uji hipotesis, regresi, dan analisis varians. Uji normalitas adalah langkah dalam analisis statistik untuk menentukan apakah sebaran data yang akan dianalisis mengikuti distribusi normal. Uji Normalitas ditentukan melalui pemeriksaan nilai signifikansi pada tabel *Kolmogorov-Smirnov*.

Kriteria normalitas terpenuhi, jika nilai signifikansi (*Asymp. Sig. (2-tailed)*) yang diperoleh lebih besar dari 0,05 ($> 0,05$), ini menunjukkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian memiliki distribusi yang normal, artinya memenuhi asumsi normalitas. Sebaliknya, jika nilai signifikansi yang didapat kurang dari 0,05 ($< 0,05$), maka ini berarti data tersebut tidak memiliki distribusi yang normal. Jadi, secara singkat, nilai di atas 0,05 mengindikasikan distribusi

data yang normal, sementara nilai di bawah 0,05 mengartikan distribusi data tidak normal.

3.4.2.2 Multikolinieritas

Menurut Iba dan Wardahana (2023) multikolinearitas adalah salah satu asumsi dalam analisis regresi yang terjadi ketika terdapat korelasi kuat antar dua atau lebih variabel independen. Kondisi ini dapat mengganggu hasil dan interpretasi regresi, karena membuat estimasi koefisien menjadi tidak stabil dan tidak dapat diandalkan, sehingga sulit untuk menentukan pengaruh unik setiap variabel independen terhadap variabel dependen. Dengan kata lain, multikolinearitas menyulitkan peneliti untuk membedakan kontribusi masing-masing variabel.

Untuk mendeteksi multikolinearitas, peneliti dapat memeriksa dua indikator utama: nilai Tolerance dan nilai Variance Inflation Factor (VIF). Kriteria pengambilan keputusan berdasarkan (Iba & Wardahana, 2023) adalah sebagai berikut:

1. Tidak Terjadi Multikolinearitas: Ini terdeteksi jika nilai VIF kurang dari 10 (< 10) atau nilai Tolerance lebih besar dari 0,01 ($> 0,01$).
2. Terjadi Multikolinearitas: Hal ini terjadi jika nilai VIF lebih besar dari 10 (> 10) atau nilai Tolerance kurang dari 0,01 ($< 0,01$).

3.4.2.3 Heteroskedasitas

Uji heteroskedasitas bertujuan menganalisis akuralitas pengamatan residual terhadap pengamatan lain. Untuk mendeteksi kondisi ini, berdasarkan tingkat signifikansi variabel independen. Jika variabel independen secara statistik memengaruhi variabel dependen dengan tingkat signifikansi (*p-value*) di bawah 0,05 (atau 5%), maka dapat disimpulkan adanya heteroskedastisitas. Sebaliknya, jika tingkat signifikansi variabel independen lebih besar dari 0,05 (atau 5%), itu berarti variabel tersebut tidak memengaruhi variabel dependen secara statistik, dan tidak ada heteroskedastisitas (atau dengan kata lain, terjadi homoskedastisitas). Hasil uji ini umumnya bisa didapatkan dengan menggunakan perangkat lunak statistik seperti *SPSS versi 25* (Marwan et al., 2023).

3.4.3 Analisis Regresi dengan Variabel Mediasi

Analisis Regresi dengan variabel mediasi digunakan untuk menganalisis apakah ada atau tidaknya hubungan tidak langsung antar satu variabel dengan variabel lainnya.

3.4.3.1 Causal Step

Baron dan Kenny (1986) menjelaskan bahwa suatu variabel dapat dikatakan sebagai variabel mediator ketika variabel mampu mempengaruhi hubungan antar variabel independen (prediktor) dan dependen (kriterion) baik memediasi sempurna (*perfect mediation*) maupun memediasi parsial (*partial mediation*). Langkah-langkah pengujian hipotesis variabel dengan mediasi berdasarkan Baron dan Kenny (1986) adalah sebagai berikut:

1. Membuat persamaan regresi DER dan ID terhadap ROA, yang menghasilkan koefisien c . Persamaan ini diharapkan menghasilkan signifikansi ($p < 0,05$),
2. Membuat persamaan regresi DER dan ID terhadap AC, yang menghasilkan koefisien a . Persamaan ini diharapkan menghasilkan signifikansi ($p < 0,05$),
3. Membuat persamaan regresi DER, ID, dan AC terhadap ROA. Persamaan ini akan menghasilkan 2 (dua) nilai estimasi prediktor variabel mediasi dan independen. Prediksi AC terhadap ROA menghasilkan koefisien b , sedangkan prediksi DER dan ID terhadap ROA menghasilkan koefisien c' . Koefisien b diharapkan signifikan ($p < 0,05$), dan koefisien c' diharapkan tidak signifikan ($p > 0,05$).

Langkah-langkah tersebut dalam bentuk persamaan sebagai berikut:

1. Model Struktural 1

$$\text{Persamaan I: } \text{ROA} = \alpha + c_1 \text{DER}$$

$$\text{Persamaan II: } \text{AC} = \alpha + a_1 \text{DER}$$

$$\text{Persamaan III: } \text{ROA} = \alpha + c_1' \text{DER} + b \text{AC}$$

2. Model Struktural 2

Persamaan I: ROA = $\alpha + c_2 \text{ID}$

Persamaan II: AC = $\alpha + a_2 \text{ID}$

Persamaan III: ROA = $\alpha + c_2' \text{ID} + b \text{AC}$

Keterangan:

ROA = *return on asset*

AC = *agency cost*

DER = *debt equity ratio*

ID = *independent directors*

α = nilai koefisien konstanta regresi

a = nilai koefisien variabel independen terhadap mediasi

b = nilai koefisien regresi variabel mediasi terhadap dependen dengan mengontrol independen

c = nilai koefisien regresi variabel independen terhadap dependen

c' = nilai koefisien regresi variabel independen terhadap dependen dengan mengontrol mediasi

Penetapan variabel *agency cost* sebagai variabel mediasi atau *intervening* mensyaratkan dipenuhinya kriteria sebagai berikut:

1. Kriteria pertama adalah adanya pengaruh variabel independen (DER dan ID) terhadap variabel dependen (ROA) dalam persamaan I.
2. Kriteria kedua adalah keberadaan pengaruh variabel independen (DER dan ID) terhadap variabel yang dihipotesiskan sebagai variabel mediasi (AC) pada persamaan II.
3. Kriteria ketiga adalah adanya pengaruh dari variabel yang dihipotesiskan sebagai variabel mediasi (AC) itu sendiri terhadap variabel dependen (ROA) dalam persamaan III.

Hubungan antara variabel independen dan variabel dependen dapat dijelaskan melalui peran variabel mediasi, menghasilkan dua skenario mediasi utama. **Mediasi sempurna** terjadi ketika dampak independen terhadap dependen sepenuhnya menghilang atau tidak lagi signifikan setelah mediasi diikutsertakan dalam persamaan regresi, menunjukkan bahwa mediasi secara penuh menjelaskan hubungan antara independen dan dependen.

Sebaliknya, **mediasi parsial** teridentifikasi apabila pengaruh independen terhadap dependen berkurang secara substansial, tetapi masih tetap signifikan setelah mediasi dimasukkan, menandakan bahwa mediasi hanya menjelaskan sebagian dari hubungan tersebut, dan independen juga memiliki efek langsung terhadap dependen.

3.4.3.2 Uji Sobel

Uji Sobel yang dikembangkan oleh Sobel, merupakan metode untuk menguji hipotesis mediasi dalam model regresi (Abu-Bader & Jones, 2021). Uji ini membantu peneliti menentukan apakah variabel mediasi (Z) berperan dalam hubungan antara variabel independen (X) dan variabel dependen (Y).

Cara Kerja Uji Sobel:

1. Uji Sobel menguji kekuatan pengaruh tidak langsung X terhadap Y melalui Z .
2. Pengaruh tidak langsung ini dihitung dengan mengalikan koefisien regresi X terhadap Z (a) dengan koefisien regresi Z terhadap Y (b).
3. Uji Sobel kemudian menggunakan statistik Z untuk menentukan apakah pengaruh tidak langsung ini signifikan secara statistik

Uji Sobel memerlukan jumlah sampel yang besar. Menurut Abu-Bader & Jones (2021), jumlah sampel yang direkomendasikan untuk uji Sobel agar memiliki kekuatan statistik yang memadai adalah minimal 50–100 responden, tergantung pada kekuatan hubungan antar variabel dan besarnya efek mediasi yang diuji. Jika sampel kecil, uji Sobel menjadi kurang konservatif. Perhitungan uji Sobel juga dapat dilakukan dengan menggunakan Kalkulator Sobel (Adnan & Kiswanto, 2017) dapat membantu menghitung nilai t dan interpretasi hasil.

Variabel mediasi dikatakan mampu memediasi hubungan antara variabel

independen dan dependen secara parsial jika nilai Sobel statistik uji lebih dari 1,96 (atau kurang dari -1,96) dan nilai probabilitas kurang dari 0,05. Uji Sobel dilakukan melalui rumus sebagai berikut:

$$Z = \frac{a \times b}{\sqrt{(b^2 \times SE^2 a) + (a^2 \times SE^2 b)}}$$

Keterangan:

a = koefisien regresi dari X ke Z

b = koefisien regresi dari Z ke Y

SEa = standard error a

SEb = standard error b

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur modal dan *corporate governance* terhadap kinerja keuangan, dengan *agency cost* sebagai variabel mediasi, pada perusahaan-perusahaan di kawasan ASEAN-5 selama periode 2018–2022. Berdasarkan hasil analisis data panel dan uji mediasi, diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap *agency cost*. Hal ini menunjukkan bahwa bahwa peningkatan proporsi utang dalam struktur modal suatu perusahaan cenderung mengakibatkan kenaikan *agency cost*. Temuan ini mengindikasikan bahwa ketergantungan yang lebih tinggi pada utang dapat memperburuk konflik kepentingan antara pihak-pihak dalam perusahaan, seperti manajer dan kreditur, yang pada akhirnya akan meningkatkan biaya pengawasan, pemantauan, dan potensi risiko moral yang terkait dengan utang.
2. *Corporate governance* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *agency cost*. Hal ini menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan yang baik dapat menekan konflik kepentingan antara manajer dan pemilik, sehingga menurunkan *agency cost*. Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin efektif dan kuatnya penerapan tata kelola perusahaan dalam suatu entitas, semakin besar pula kemampuannya untuk menekan konflik kepentingan

- yang mungkin timbul antara manajer dan pemilik. Sehingga, kondisi ini secara langsung berkontribusi pada penurunan *agency cost*.
3. Agency cost berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi dan tidak terkendalinya *agency cost* yang timbul dari konflik kepentingan antara prinsipal dan agen, seperti pengeluaran untuk pengawasan berlebihan, kompensasi eksekutif yang tidak proporsional, atau investasi yang kurang efisien karena oportunitisme manajerial sehingga semakin tertekan pula indikator-indikator kinerja keuangan.
 4. Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa komposisi pembiayaan perusahaan khususnya porsi utang dibandingkan ekuitas memiliki dampak substansial pada seberapa baik kinerja finansial perusahaan. Secara spesifik, semakin tinggi tingkat utang dalam struktur modal suatu perusahaan, semakin cenderung pula kinerja keuangannya mengalami tekanan atau penurunan. Hal ini bisa jadi disebabkan oleh peningkatan beban bunga, risiko keuangan yang lebih tinggi, atau keterbatasan dalam fleksibilitas operasional akibat kewajiban pembayaran utang.
 5. *Corporate governance* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa, dalam konteks penelitian ini, praktik tata kelola perusahaan seperti keberadaan dewan direksi independen tidak menunjukkan hubungan statistik yang cukup kuat atau relevan untuk secara signifikan memengaruhi indikator kinerja keuangan perusahaan. Sekadar proporsi direksi independen mungkin tidak cukup. Kualitas independensi (misalnya, pengalaman, reputasi, atau komitmen waktu) mungkin lebih penting daripada sekadar jumlah. Jika indikator yang digunakan terlalu sederhana, mungkin tidak mencerminkan efektivitas sebenarnya.
 6. Struktur modal berpengaruh secara tidak langsung terhadap kinerja keuangan melalui *agency cost*. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara struktur modal dan kinerja keuangan bukanlah pengaruh langsung, melainkan dimediasi oleh *agency cost*. Keputusan mengenai struktur

modal tidak hanya perlu mempertimbangkan biaya modal, tetapi juga dampaknya terhadap dinamika keagenan, yang pada akhirnya akan menentukan performa finansial perusahaan secara keseluruhan.

7. *Corporate governance* berpengaruh secara tidak langsung terhadap kinerja keuangan melalui *agency cos.* Hal ini menunjukkan bahwa dukungan terhadap hipotesis yang menyatakan adanya hubungan mediasi tersebut. Hal ini mengindikasikan bahwa praktik tata kelola perusahaan yang baik atau buruk tidak secara langsung memengaruhi kinerja keuangan, melainkan melalui dampaknya terhadap besaran biaya yang timbul akibat konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Dengan kata lain, tata kelola perusahaan yang efektif kemungkinan besar berkontribusi pada pengurangan *agency cost*, yang pada gilirannya akan berdampak kenaikan pada kinerja keuangan perusahaan.

5.2 Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, meski sudah memberikan wawasan mengenai kinerja keuangan di perusahaan-perusahaan ASEAN. Namun, penelitian selanjutnya diharapkan bisa lebih akurat dan menyeluruh dengan mempertimbangkan keterbatasan sebagai berikut:

1. Keterbatasan pada Ruang Lingkup dan Generalisasi
Studi ini hanya berfokus pada perusahaan yang terdaftar di lima negara ASEAN (ASEAN-5). Meskipun hasilnya memberikan gambaran yang lebih luas, temuan ini mungkin tidak berlaku untuk semua perusahaan di kawasan tersebut. Ini karena setiap negara memiliki karakteristik unik. Misalnya, di Indonesia, struktur kepemilikan yang terpusat menyebabkan konflik antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, bukan antara manajer dan pemegang saham seperti teori umum
2. Keterbatasan Pengukuran dan Proksi Variabel
Penelitian ini menggunakan rasio *Debt-to-Equity* (DER) untuk mengukur struktur modal dan *Return on Assets* (ROA) untuk kinerja keuangan. Walaupun umum digunakan, perbedaan dalam cara menghitungnya

seringkali menyebabkan hasil yang tidak konsisten. Misalnya, DER yang dihitung dengan total utang (termasuk jangka pendek) bisa menghasilkan temuan berbeda dari yang hanya menggunakan utang jangka panjang. Demikian pula dengan pengukuran *corporate governance* perusahaan dengan hanya mengandalkan dewan independen kurang lengkap. Sebenarnya, mekanisme tata kelola yang efektif juga mencakup kepemilikan oleh manajer dan institusi, yang terbukti sangat memengaruhi *agency cost* dan kinerja perusahaan. Di Indonesia, misalnya, kepemilikan oleh manajer sering kali tidak terlalu berpengaruh pada *agent cost*. Ini bisa jadi karena rata-rata tingkat kepemilikan manajerial di perusahaan-perusahaan tersebut memang rendah.

3. Keterbatasan pada *Agency Cost* sebagai Variabel Mediasi
Penelitian ini menganggap *agency cost* sebagai faktor perantara yang menjelaskan mengapa struktur modal dan tata kelola perusahaan memengaruhi kinerja keuangan. Namun, temuan dari studi lain tidak konsisten mengenai peran ini. Beberapa penelitian tidak menemukan bukti bahwa *agency cost* menjadi penghubung antara struktur modal dan kinerja. Bahkan, ada yang berpendapat bahwa biaya ini lebih cocok berperan sebagai variabel moderasi, bukan perantara. Artinya, peran *agency cost* tidak selalu langsung dan sangat bergantung pada kondisi-kondisi tertentu.
4. Keterbatasan pada Metode Analisis
Meskipun penelitian ini menggunakan metode *causal step* dan uji sobel, pendekatan tersebut memiliki keterbatasan. Metode ini tidak dapat menguji seluruh model kausal secara bersamaan, sehingga menyulitkan peneliti untuk melihat hubungan antarvariabel secara komprehensif dalam satu waktu. Selain itu, metode ini juga tidak ideal untuk menganalisis hubungan yang lebih kompleks, terutama ketika variabel mediasi memiliki interaksi yang rumit. Hal ini dapat mengurangi validitas hasil penelitian dan berpotensi gagal menangkap dinamika kausalitas yang sesungguhnya.

5.3 Saran

Berdasarkan keterbatasan yang teridentifikasi, penelitian selanjutnya direkomendasikan untuk mengambil langkah-langkah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya bisa memperluas cakupan sampel dengan melibatkan lebih banyak perusahaan dari seluruh negara ASEAN atau negara berkembang lainnya. Tujuannya adalah untuk membandingkan temuan dari berbagai pasar dan melihat bagaimana faktor seperti struktur kepemilikan dan regulasi memengaruhi hasil penelitian. Selain itu, penting juga untuk mengendalikan variabel makroekonomi seperti suku bunga, inflasi, dan jumlah saham yang beredar, karena semua itu diketahui juga memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.
2. Penelitian mendatang disarankan untuk menggunakan proksi tambahan atau alternatif agar hasil studi lebih kuat dan komprehensif. Sebagai contoh, untuk struktur modal, selain DER, dapat digunakan *Debt-to-Asset Ratio* (DAR). Untuk kinerja keuangan, dapat digunakan *Return on Equity* (ROE) atau Tobin's Q agar gambaran kinerja perusahaan lebih menyeluruh. Terakhir, untuk tata kelola perusahaan, memasukkan faktor lain seperti kepemilikan manajerial dan institusional akan membantu melihat lebih jelas bagaimana struktur kepemilikan memengaruhi kinerja dan biaya perusahaan.
3. Penelitian selanjutnya penting untuk menguji peran *agency cost* secara lebih mendalam. Tidak hanya mengasumsikannya sebagai variabel mediasi, peneliti juga harus mempertimbangkan kemungkinan bahwa *agency cost* berperan sebagai variabel moderasi. Pengujian ini sangat penting karena dapat memberikan pemahaman yang lebih akurat dan terperinci. Dengan mengidentifikasi peran yang sebenarnya, apakah mediasi atau moderasi, penelitian akan menghasilkan kesimpulan yang lebih valid tentang bagaimana faktor-faktor internal perusahaan saling berinteraksi.
4. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengatasi keterbatasan metode yang ada, disarankan untuk menggunakan teknik analisis data yang lebih

maju seperti analisis jalur (path analysis) atau Structural Equation Modeling (SEM). Metode ini memungkinkan pengujian seluruh model mediasi secara simultan dan terintegrasi, bukan secara terpisah, sehingga memberikan hasil yang lebih kuat dan dapat diandalkan

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2021). Capital structure and firm performance: evidence of Germany under IFRS adoption. *Review of Managerial Science*, 15(2), 379–398. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00344-5>
- Abu-Bader, S., & Jones, T. V. (2021). Statistical Mediation Analysis Using the Sobel Test and Hayes SPSS Process Macro. *International Journal of Quantitative and Qualitative Research Methods*, 9(1). <https://ssrn.com/abstract=3799204>
- ADB. (2019). ASEAN Corporate Governance Scorecard: Country Reports and Assessments 2012-2013. In *ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments 2019*. www.adb.org
- ADB. (2021). *ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments 2019*. <https://doi.org/10.22617/TCS210345>
- Aditya, Y. K., Ermaya, H. N. L., & Sari, R. H. D. P. (2020). Free cash flow, ownership structure, and capital structure: Impact on agency cost. *Journal of Contemporary Accounting*, 2(2), 63–71. <https://doi.org/10.20885/jca.vol2.iss2.art1>
- Adnan, J., & Kiswanto, K. (2017). Determinant of Auditor Ability to Detect Fraud with Professional Scepticism as A Mediator Variable. *Accounting Analysis Journal*, 6, 313–325. <https://doi.org/https://doi.org/10.15294/AAJ.V6I3.18415>
- Agarwal, S., & Singh, A. (2020). Board Structure and Agency Cost. *International Journal of Trade and Commerce-IIARTC*, 9(1), 174–183. <https://doi.org/10.46333/ijtc/9/1/22>
- Ahmed, A. M., Nugraha, D. P., & Hágen, I. (2023). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: The Moderating Role of Agency Cost. *Risks*, 11(6), 102. <https://doi.org/10.3390/risks11060102>
- Ain, Q. U., Yuan, X., Javaid, H. M., Usman, M., & Haris, M. (2021). Female directors and agency costs: evidence from Chinese listed firms. *International Journal of Emerging Markets*, 16(8), 1604–1633. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-10-2019-0818>
- Al Farooque, O., Buachoom, W., & Sun, L. (2019). Board, audit committee, ownership and financial performance – emerging trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54–81. <https://doi.org/10.1108/PAR-10-2018-0079>

- Alamsyahbana, M. (2024). *Analisis Kinerja Perusahaan*. Media Sains Indonesia.
- Apriliyanti, T., & Hidayat, R. (2016). Pengaruh Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan dengan Agency Cost sebagai Intervening Variable pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen*, 24(2), 17–31.
- Astuti, Sembiring, L. D., Supitriyani, Azwar, K., & Susanti, E. (2021). Analisis Laporan Keuangan. In *Media Sains Indonesia*.
- Atmaja, M. Z. S., & Utami, W. (2025). The Influence of Business Diversification, Investment Decision and Good Corporate Governance on Firm Performance (An Empirical Study on Companies in The Industrial Sector in ASEAN from 2019 to 2022). *Eduvest - Journal of Universal Studies*, 5(3), 3544–3555. <https://doi.org/10.59188/eduvest.v5i3.50898>
- Aulia, H., & Gandakusuma, I. (2020). The Effect Of Capital Structure On Firm Performance Of Manufacturing Companies In ASEAN 5 Country. *Proceedings of the 23rd Asian Forum of Business Education(AFBE 2019)*, 144(Afbe 2019), 473–477. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200606.080>
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173–1182. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.51.6.1173>
- Bich, P. T. N., & Uyen, N. D. H. (2020). Corporate governance and firm performance: Evidence from Vietnamese listed companies. *Hcmcoujs - Economics and Business Administration*, 9(2), 74–93. <https://doi.org/10.46223/hcmcoujs.econ.en.9.2.158.2019>
- Budiman, M. F. M., & Krisnawati, A. (2021). Can Good Corporate Governance Influence the Firm Performance? Empirical Study from Indonesia Transportation Firms. *AFRE (Accounting and Financial Review)*, 4(1), 119–128. <https://doi.org/10.26905/afr.v4i1.6017>
- Čalopa, M. K., Kokotec, I. Đ., & Kokot, K. (2020). Impact of board size and ownership concentration on agency costs: evidence for Croatian companies. *Zbornik Radova Ekonomskog Fakulteta u Rijeci: Časopis Za Ekonomsku Teoriju i Praksu/Proceedings of Rijeka Faculty of Economics: Journal of Economics and Business*, 38(2). <https://doi.org/10.18045/zbefri.2020.2.521>
- Chaudhary, P. (2022). Agency costs, board structure and institutional investors: case of India. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 44–58. <https://doi.org/10.1108/AJAR-12-2020-0130>
- Damayanti, S., & Anam, K. (2025). The Effect of Capital Structure, Agency Costs, and Liquidity on Financial Performance (Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange). *Jurnal Economic Resource*, 8(1), 269–278. <https://doi.org/10.57178/jer.v8i1.1328>

- Eksandy, A. (2018). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perbankan Syari'ah Indonesia. *Jurnal Akuntansi : Kajian Ilmiah Akuntansi (JAK)*, 5(1), 1. <https://doi.org/10.30656/jak.v5i1.498>
- Gborogen, A., & Toluwa, O. (2023). Capital Structure and Agency Costs. *International Journal of Research and Innovation in Social Science*, VII(IV), 431–438. <https://doi.org/10.47772/IJRIS.2023.7433>
- Handayani, E., Anwar, F. Y., Maryanto, R. D., & Nilawati, E. (2024). Pengaruh Dewan Direksi, Komisaris Independen, Komite Audit, dan Kepemilikan Institusional Terhadap Return On Asset (ROA) Perusahaan Perbankan yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia Periode 2018 – 2022. *Ikraith-Ekonomika*, 7(1), 168–178. <https://doi.org/10.37817/ikraith-ekonomika.v7i1.3300>
- Handriani, E., & Robiyanto, R. (2018). Institutional ownership, independent board, board size, and firm performance: Evidence from Indonesia. *Contaduría y Administración*, 64(3), 118. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1849>
- Hertina, D., Pranata, A. F., & Aulia, R. E. (2021). The Influence of Current Ratio, Debt to Equity Ratio and Company Size on Return On Assets. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(8), 1702–1709. <https://turcomat.org/index.php/turkbilmat/article/view/3237>
- Hoang, L. D., Tuan, T. M., Nha, P. V. T., Nha, P. V. T., & Phuong, T. T. (2019). Impact of Agency Costs on Firm Performance: Evidence from Vietnam. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 10(2), 294–309. <https://doi.org/10.15388/omee.2019.10.15>
- Houqe, M. N., Opare, S., Zahir-ul-Hassan, M. K., & Ahmed, K. (2022). The Effects of Carbon Emissions and Agency Costs on Firm Performance. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(4), 152. <https://doi.org/10.3390/jrfm15040152>
- Hutapea, A. A. B., & Sulistyowati, E. (2024). The Role of Agency Cost as a Mediator in the Effect of Capital Structure on Company Financial Performance. *Indonesian Journal of Sustainability Policy and Technology*, 2(1), 1–18. <https://doi.org/10.61656/ijospat.v2i1.160>
- Iba, Z., & Wardahana, A. (2023). *Metode Penelitian* (M. Pradana (ed.)). Eureka Media Aksara.
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57–82. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.02.002>
- Irwansyah, Lestari, Y., & Adam, N. F. (2020). Pengaruh ukuran perusahaan dan leverage terhadap agency cost pada perusahaan otomotif yang terdaftar di bursa efek indonesia. *Jurnal Ekonomi, Keuangan Dan Manajemen*, 16(2), 259–267. <http://journal.feb.unmul.ac.id/index.php/INOVASI>

- Islami, D., & Wulandari, A. (2023). Pengaruh GCG, Struktur Modal, dan Leverage terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Tambang. *Nominal Barometer Riset Akuntansi Dan Manajemen*, 12(2), 254–268. <https://doi.org/10.21831/nominal.v12i2.60207>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M., & Meckling, W. (2012). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *The Economic Nature of the Firm: A Reader, Third Edition*, 283–303. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511817410.023>
- Kao, M.-F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 189–216. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0144>
- Khan, H. ur R., Khidmat, W. Bin, Hares, O. Al, Muhammad, N., & Saleem, K. (2020). Corporate Governance Quality, Ownership Structure, Agency Costs and Firm Performance. Evidence from an Emerging Economy. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(7), 154. <https://doi.org/10.3390/jrfm13070154>
- KHUYEN, N. T. V. (2021). Impact of Agency Costs on Business Performance of Vietnam Listed Food and Beverage Companies. *Proceedings of the International Conference on Emerging Challenges: Business Transformation and Circular Economy (ICECH 2021)*. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.211119.010>
- Kontuš, E. (2021). Agency costs, capital structure and corporate performance. *Ekonomski Vjesnik*, 34(1), 73–85. <https://doi.org/10.51680/ev.34.1.6>
- Kurniawati, D., & Yatna, C. N. (2020). the Influence of Capital Structure, Company Size, Corporate Governance on Company Performance With Agency Cost As Intervening Variables. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 108(12), 81–88. <https://doi.org/10.18551/rjoas.2020-12.10>
- Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs. *Managerial Finance*, 45(5), 582–601. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2017-0018>
- Mariana, I., Suganda, T. R., Puncak, V., & Blok, T. (2023). *The Effect of Agency Costs on Firm Value : A Moderating Role of Female Commissioners*. 6(3), 306–315.
- Marwan, Konadi, W., Kamaruddin, Sufi, I., & Akmal, Y. (2023). *Analisis Jalur dan Aplikasi SPSS V-25* (Kedua, Issue June). CV. Merdeka Kreasi Group.
- Masditok, T., Gunarsih, T., Geraldina, I., & Wihadanto, A. (2024). Pengaruh Total

- Aset, Debt to Equity Ratio, Inflasi, dan Tingkat Pertumbuhan Ekonomi terhadap Return on Asset Perusahaan ASEAN 2013-2023. *Jurnal Manajemen*, 14(2), 147–171. <https://doi.org/10.30656/jm.v14i2.9271>
- Maulana, F. (2020). Pengaruh Komisaris Perempuan, Board Size, Komisaris Independen Dan Ukuran Komite Audit Terhadap Profitabilitas Perusahaan Dengan Leverage Sebagai Variabel Intervening. *Tesis*, 163.
- Millenianto, A. B. (2024). Corporate Governance on Profitability. *Eduvest - Journal of Universal Studies*, 4(6), 5313–5325. <https://doi.org/10.59188/eduvest.v4i6.1464>
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261. <https://doi.org/10.2307/2326758>
- Muchlas, Z. (2018). Pengaruh Agency Cost Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Keluarga Menggunakan Tobin'S Q & Altman Z-Score. *Jurnal Ilmiah Bisnis Dan Ekonomi Asia*, 11(2), 92–98. <https://doi.org/10.32812/jibeka.v11i2.66>
- Mukti, I. K., & Maulana, A. (2023). The Effect of Dividend Policy, Good Corporate Governance Mechanism, And Audit Quality on Agency Cost. *Jurnal Ekonomi, Bisnis & Entrepreneurship*, 17(2), 498–512. <https://doi.org/10.55208/kcq8sg16>
- Mursidah, M., Yunina, Y., & Zahara, M. (2021). Pengaruh Pengungkapan Identitas Etis Islam, Agency Cost Dan Intellectual Capital Terhadap Kinerja Keuangan (Studi Pada Bank Umum Syariah Yang Terdaftar Di Otoritas Jasa Keuangan Periode 2016-2018). *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 9(1), 57. <https://doi.org/10.29103/jak.v9i1.3726>
- Ngantung, V. A., & Handoyo, S. E. (2023). Pengaruh Struktur Modal, GCG, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Farmasi. *Jurnal Manajerial Dan Kewirausahaan*, 5(1), 66–75. <https://doi.org/10.24912/jmk.v5i1.22514>
- Ngatno, Apriatni, E. P., & Youlianto, A. (2021). Moderating effects of corporate governance mechanism on the relation between capital structure and firm performance. *Cogent Business & Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1866822>
- Ningsih, S., & Utami, W. B. (2020). Pengaruh Operating Leverage dan Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Go Publik Sektor Property Dan Real Estate. *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, 20(2). <https://doi.org/10.29040/jap.v20i2.754>
- Nurhidayanti, F., Listari, S., & Efrianti, D. (2023). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 11(1), 239–250. <https://doi.org/10.37641/jiakes.v11i1.1769>

- Obeid, A., & Sundarasen, S. D. (2017). International Journal of Economics and Financial Issues Board Structure and Performance of Government-linked and Non-government-linked Companies: A Comparative Study of Selected Listed Companies' in Malaysia, India and Singapore. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 442–447. <http://www.econjournals.com>
- OECD. (2023). *Corporate finance and corporate governance in ASEAN economies*. June. <https://www.oecd.org/corporate/background-note-corporate-finance-and-corporate-governance-ASEAN-economies.htm>
- OECD. (2025). *Prinsip Tata Kelola Perusahaan G20/OECD 2023*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/fc7fe92b-id>
- Otoritas Jasa Keuangan. (2014). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/POJK.04/2014 Tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten Atau Perusahaan Publik*. https://www.ojk.go.id/id/regulasi/Documents/Pages/POJK-tentang-Direksi-dan-Dewan--Komisaris-Emiten-atau-Perusahaan-Publik/POJK_33_Direksi_dan_Dewan_Komisaris_Emiten_Atau_Perusahaan_Publik.pdf
- Pham, H. S. T. (2022). *CSR Disclosure and Firm Performance : The Mediating Role of Corporate Reputation and Moderating Role of CEO Integrity*. April.
- Phuong, T. T. T., & Nguyen, A. T. (2019). The Impact of Capital Structure on Firm Performance of Vietnamese Non-financial Listed Companies Based on Agency Cost Theory. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 35(2). <https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4212>
- Preacher, K. J., & Hayes, A. F. (2004). SPSS and SAS procedures for estimating indirect effects in simple mediation models. In *Behavior Research Methods, Instruments, & Computers* (Vol. 36, Issue 4). www.psychonomic.org/archive/.
- Pujawati, P., & Surasni, N. K. (2019). Pengaruh Capital Structure Dan Firm Size Terhadap Agency Cost Dan Kinerja Keuangan. *Jmm Unram - Master Of Management Journal*, 9(1), 78–90. <https://doi.org/10.29303/jmm.v9i1.496>
- Rahayu. (2020). *Kinerja Keuangan Perusahaan*. Program Pascasarjana Universitas Prof. Moestopo.
- Raza, S. B., Sheikh, S. M., & Rahman, S. U. (2024). The Mediating Role of Agency Cost between Corporate Governance and Financial Performance: Evidence from Pakistan Stock Exchange. *IRASD Journal of Economics*, 6(1), 144–163. <https://doi.org/10.52131/joe.2024.0601.0199>
- Sdiq, S. R., & Abdullah, H. A. (2022). Examining the effect of agency cost on capital structure-financial performance nexus: empirical evidence for emerging market. *Cogent Economics and Finance*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2148364>
- Seth, H., Chadha, S., Sharma, S. K., & Ruparel, N. (2021). Exploring predictors of working capital management efficiency and their influence on firm

- performance: an integrated DEA-SEM approach. *Benchmarking: An International Journal*, 28(4), 1120–1145. <https://doi.org/10.1108/BIJ-05-2020-0251>
- Sofyaun, A., Juniar, A., & Rahmawati, R. (2022). Tata Kelola Perusahaan Dalam Kinerja Keuangan Melalui Agency Cost. *Jurnal Darma Agung*, 30(3), 343. <https://doi.org/10.46930/ojsuda.v30i3.2101>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sumatriani. (2017). Asean Corporate Governance Scorecard, Kinerja Keuangan, Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Terhadap Nilai Perusahaan. *Disertasi*, 1–223.
- Susilawati, D., Agusetiawan Shavab, F., & Mustika, M. (2022). The Effect of Debt to Equity Ratio and Current Ratio on Return on Assets. *Journal of Applied Business, Taxation and Economics Research*, 1(4), 325–337. <https://doi.org/10.54408/jabter.v1i4.61>
- Tretiakova, V. V., Shalneva, M. S., & Lvov, A. S. (2021). The Relationship between Capital Structure and Financial Performance of the Company. *SHS Web of Conferences*, 91, 01002. <https://doi.org/10.1051/shsconf/20219101002>
- Trihatmoko, R., & Kuncoro, M. (2021). A Review on the Settlement of “Jiwarsaya” Case: A Study of Governance of State-Owned Enterprises (SOEs) Based on the Indonesian Economic Constitution. *Journal of Business Administration and Education*, 13, 1–32.
- Utami, W., & Pernamasari, R. (2019). Study On Asean Listed Companies: Corporate Governance And Firm Performance. *International Journal of Business, Economics and Law*, 19(5), 181–188.
- Vo, D. H., & Ho, C. M. (2025). The growth effects of financial integration in the ASEAN countries. *International Journal of Emerging Markets*, 20(3), 1351–1370. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-02-2022-0224>
- Yamasitha. (2020). Peran Agency Cost Sebagai Variabel Intervening Dari Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Manajemen Sistem Informasi Akuntansi*, 2(1). 10.38035/JEMSI
- Zulvia, Y., & Serly, V. (2020). Capital Structure, Ownership Structure, and Firm Size: It's Implication on Agency Cost (A Study in Indonesia Manufacturing Company). *Proceedings of the 4th Padang International Conference on Education, Economics, Business and Accounting (PICEEBA-2 2019)*. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200305.153>