

STRUKTUR KEPEMILIKAN, CORPORATE GOVERNANCE, DAN AGENCY COST

Tyara Dwi Putri

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Bung Hatta
tyaradwiputri@bunghatta.ac.id

Abstract. *The research examines the influence of ownership structure, corporate governance and agency cost on corporate at Indonesian Stock Exchange. Panel data is used in this research. Type of ownership is determined by managerial ownership and institutional ownership. Corporate governance measured by number of director and percentage of independent commissioners. Proxy of agency cost is expense ratio. The results of this study show that institutional ownership and number of director reduces the agency cost significantly.*

Keywords: *managerial ownership, institutional ownership, corporate governance, agency cost, expense ratio*

Abstrak. *Penelitian ini menguji pengaruh struktur kepemilikan, struktur modal, dan corporate governance terhadap agency cost pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jenis data dalam penelitian ini adalah data panel. Struktur kepemilikan diukur dengan kepemilikan saham oleh pihak manajemen dan pihak institusional. Corporate governance diukur dengan jumlah dewan direksi dan persentase komisaris independen. Proksi untuk agency cost adalah expense ratio. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan jumlah dewan direksi mampu menurunkan agency cost perusahaan.*

Kata Kunci: *kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, corporate governance, agency cost, expense ratio*

Pendahuluan

Para pemilik perusahaan atau *principal* dewasa ini cenderung untuk menyerahkan pengendalian perusahaan kepada pihak manajemen atau *agent*. Pihak *principal* atau para pemilik perusahaan menginginkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari investasi yang telah dilakukannya. Pihak *agent* atau manajemen diharapkan bisa mengambil kebijakan-kebijakan yang nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaannya. Dalam beroperasi diharapkan pihak *agent* atau manajemen lebih mementingkan kepentingan perusahaan untuk menghindari terjadinya konflik kepentingan antara *agent* dan *principal*. Tetapi sering kali ditemui adanya perbedaan kepentingan antara *agent* dan *principal*. Jensen dan Meckling (1976), mengatakan bahwa *agency conflict* akan terjadi jika proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan sedikit sehingga para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan pada maksimalisasi nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan dana lainnya.

Jensen dan Meckling (1976), mengatakan bahwa *agency problem* akan terjadi jika proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan pada maksimalisasi nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Jensen dan Meckling (1976) juga menyatakan bahwa *agency problem* memburuk apabila terjadi *free cash flow*. Dalam *free cash flow* dijelaskan bahwa tersedianya kelebihan dana setelah aktifitas pendanaan proyek membuat manajer tergoda untuk mengkonsumsi kelebihan dana tersebut dengan melakukan investasi yang kurang produktif.

Adanya pemisahan antara fungsi kepemilikan (*ownership*) dan fungsi pengendalian (*control*) juga dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency conflict*) (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini nantinya akan menyebabkan pengambil keputusan tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat dari kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak bisa meningkatkan nilai perusahaan karena risiko tersebut tidak sepenuhnya

ditanggung oleh pemilik. Dengan adanya hal tersebut pihak *agent* dan *principal* akan menuntut adanya suatu kebijakan yang dapat mensejajarkan kepentingan mereka. Hal ini tentunya akan dapat menimbulkan *agency cost*. Biaya keagenan ini merupakan indikator terjadinya masalah keagenan, baik kaitannya dengan biaya pemantauan (*monitoring cost*) oleh prinsipal, biaya perikatan (*bonding cost*) oleh agen, maupun kerugian residual (*residual cost*) sebagai pengurang kekayaan prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976).

Kepemilikan manajerial dalam sebuah perusahaan, dapat menimbulkan dugaan bahwa nilai perusahaan meningkat akibat dari kepemilikan manajemen yang meningkat. Manajer sebagai pemilik perusahaan akan bertindak demi kepentingan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Faisal (2005) juga menjelaskan bahwa proporsi jumlah kepemilikan manajerial dalam perusahaan dapat mengindikasikan ada kesamaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Singh *et al.*, (2003) dalam Faisal (2005) menemukan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial secara positif dan signifikan akan mempengaruhi efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan. Ang *et al.*, (2000) menemukan bahwa kepemilikan manajer berpengaruh negatif terhadap *agency cost* yang artinya bahwa semakin tinggi kepemilikan oleh manajer dalam perusahaan dapat menurunkan biaya keagenan dalam perusahaan.

Pemegang saham publik berupaya untuk memonitor perilaku pengelola perusahaan dalam menjalankan perusahaannya. Pemegang saham publik juga menuntut adanya *good corporate governance* dari suatu perusahaan. Short dan Keasey (1999) dalam Faisal (2005) menyatakan bahwa persentase pemegang saham publik yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya campur tangan agar perusahaan menerapkan pengelolaan yang baik. Dengan adanya sistem tata kelola yang baik dalam sebuah perusahaan maka konflik yang terjadi antara prinsipal dengan agen, prinsipal dengan prinsipal, dan agen dengan agen dapat diminimalisir.

Moh'd *et al.*, (1998) menemukan bahwa pemegang saham dari luar yaitu *institutional*

investor dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Jensen dan Meckling (1976) menemukan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional merupakan mekanisme *corporate governance* yang dapat mengendalikan masalah keagenan dalam perusahaan. Bathala *et al.*, (1994) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol *agency cost*. Henry (2010) menemukan bahwa struktur kepemilikan dan *corporate governance* dapat mengurangi *agency cost* perusahaan. Faisal (2005) menemukan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *agency cost*. Hadiprajitno (2013) menemukan bahwa kepemilikan mayoritas keluarga dan kepemilikan mayoritas institusi keuangan dalam perusahaan berpengaruh menekan biaya keagenan. Perilaku oportunistik agen dapat diminimalisasi dengan *good corporate governance*. Dengan mengurangi peluang bagi manajer untuk berperilaku menyimpang dan memperkaya diri sendiri diharapkan nilai perusahaan akan meningkat, yaitu ditandai dengan meningkatnya harga saham dan kemakmuran para pemegang saham.

Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Pengaruh struktur kepemilikan terhadap Agency Cost

Struktur kepemilikan perusahaan adalah penentu utama dari tingkat *agency problem* antara agen dan prinsipal, yang memiliki implikasi penting untuk penilaian perusahaan. Kepemilikan saham di Indonesia cenderung terkonsentrasi pada satu perusahaan atau institusi. Persentase kepemilikan saham di Indonesia yang dimiliki oleh manajer sangat sedikit. Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh manajer perusahaan atau dengan kata lain manajer tidak hanya bertindak sebagai *agent* perusahaan tetapi juga sebagai *principal*. Dalam *agency theory*, hubungan antara pemegang saham dengan manajer digambarkan sebagai hubungan antara

agen dengan *principal*. Manajer sebagai agen dan pemilik perusahaan sebagai *principal*. Agen diberikan mandat atau kepercayaan oleh *principal* untuk menjalankan bisnis perusahaan demi kepentingan *principal*. Konflik keagenan yang terjadi antara agen dan *principal* dalam perusahaan akan dapat diminimalkan jika manajer juga sebagai pemilik perusahaan atau sebaliknya pemilik sebagai manajer.

Dengan adanya kepemilikan saham oleh investor institusional yang tinggi pada perusahaan maka pemegang saham institusional ini dapat menggantikan atau memperkuat fungsi monitoring dari dewan dalam perusahaan. Tujuan monitoring yang dilakukan oleh institusional ini agar pihak agen dalam perusahaan dapat menjalankan perusahaan dengan baik, pihak agen diharapkan tidak mementingkan kepentingan pribadinya.

Ang *et al.*, (2000) menemukan bahwa kepemilikan saham oleh manajer perusahaan dapat menurunkan biaya keagenan perusahaan. Hasil tersebut konsisten untuk kedua proksi yang digunakan yaitu *asset utilization* dan *expense ratio*. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berhasil menjadi mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan dari manajer dengan menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Kepentingan manajer dengan pemegang saham eksternal dapat disatukan jika kepemilikan saham oleh manajer diperbesar sehingga manajer tidak akan memanipulasi laba untuk kepentingannya sendiri.

Agrawal dan Mandelker (1990) menemukan bahwa kepemilikan institusi keuangan berpengaruh positif terhadap kesejahteraan pemegang saham. Kepemilikan institusional tersebut diprosikan dengan lima kepemilikan saham terbesar oleh institusional. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Shleifer dan Vishny (1986), hasil penelitiannya menyatakan bahwa kehadiran pemegang saham besar memiliki arti penting dalam memonitor manajer. Pemegang saham besar tersebut memiliki insentif untuk dapat mengumpulkan informasi dan untuk memonitor

kegiatan manajemen dalam rangka mengurangi biaya keagenan dalam perusahaan.

Hadiprajitno (2013) melakukan penelitian terhadap perusahaan-perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2010, menemukan bahwa kepemilikan mayoritas keluarga dan kepemilikan mayoritas institusi keuangan dalam perusahaan berpengaruh menekan biaya keagenan. Claessens dan Fan (2002) melakukan penelitian mengenai tata kelola perusahaan di Asia dan menemukan bahwa permasalahan keagenan yang terjadi dalam perusahaan timbul karena adanya struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dalam perusahaan. Hal tersebut terjadi karena tidak adanya perlindungan hak-hak pemegang saham minoritas sehingga konflik keagenan terjadi antara pemegang saham mayoritas dan minoritas.

H_{1a} : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap agency cost.

H_{1b} : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap agency cost.

Pengaruh *corporate governance* terhadap *Agency Cost*

Corporate governance merupakan sebuah sistem untuk mengarahkan dan mengendalikan sebuah perusahaan (Cadbury, 1992). Mekanisme ini diharapkan juga dapat mengawasi sistem *governance* perusahaan sehingga dapat mencapai tujuan perusahaan dalam memenuhi kepentingan pihak yang terlibat dalam perusahaan tersebut. *Corporate governance* yang baik dalam sebuah perusahaan diduga dapat mengurangi *agency cost*. Baghat dan Bolton (2008) yang meneliti mengenai *corporate governance* dan *firm performance*, menemukan bahwa *corporate governance* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Brown dan Caylor (2004) menyatakan bahwa peningkatan *corporate governance* dalam perusahaan akan dapat meningkatkan kinerja perusahaan tersebut. Faleye (2007) yang meneliti mengenai *classified boards*, *firm value*, dan *manajerial entrenchment* pada perusahaan yang terdaftar di US securities menunjukkan bahwa *classified boards* akan mengurangi nilai perusahaan. Mollah *et al* (2012)

menemukan bahwa *ownership structure* dan *corporate governance* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Yermarck (1996) dan Eisenberg et al (1998) menemukan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Black et al (2006) menemukan bahwa adanya hubungan positif antara dewan komisaris dan kinerja perusahaan.

Darmawati (2005) melakukan penelitian terhadap *corporate governance* dengan menggunakan proksi CGPI menyatakan bahwa indeks *corporate* yang tinggi akan memiliki *return on equity* yang tinggi pula. Faisal (2005) menemukan bahwa *corporate governance* yang diproksikan dengan ukuran dewan direksi berhubungan positif dengan *asset turnover* dan berhubungan negatif dengan *operating expense*. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa praktek *corporate governance* dapat mengurangi *agency cost* perusahaan. Handoko (2014) menemukan bahwa praktek *corporate governance* yang

diproksikan dengan dewan direksi dan kualitas audit tidak memiliki pengaruh terhadap *agency cost*. Hadiprajitno (2013) menemukan bahwa proporsi komisaris dependen dan jumlah rapat komisaris dependen terbukti secara empiris meningkatkan perputaran aset perusahaan (manajemen aset).

H_{2a}: Direksi berpengaruh negatif terhadap *agency cost*.

H_{2b}: Komisaris Independen berpengaruh negatif terhadap *agency cost*.

Metode Penelitian

Sampel Penelitian

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan adalah data panel dengan jumlah observasi sebanyak 530.

Variabel Penelitian

Tabel 1. Defenisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Pengukuran
Panel A: Variabel Dependen	
<i>Expense Ratio</i>	Jumlah beban operasi dibagi dengan jumlah penjualan
Panel B: Variabel Independen	
Kepemilikan Manajerial	Jumlah saham yang dimiliki manager pada akhir tahun dibagi dengan total keseluruhan jumlah saham
Kepemilikan Institusional	Jumlah saham yang dimiliki institusi pada akhir tahun dibagi dengan total keseluruhan jumlah saham
Direksi	Jumlah dewan direksi dalam perusahaan
Komisaris Independen	Jumlah komisaris independen dibagi dengan jumlah komisaris
Panel C: Variabel Kontrol	
Ukuran Perusahaan	Jumlah total aset perusahaan sampel
Umur Perusahaan	Umur perusahaan semenjak <i>listing</i> di Bursa Efek Indonesia sampai peiode penelitian

Model Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan berdasarkan model berikut:

$$AC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OWNS_{i,t} + \beta_2 CG_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$AC_{i,t}$ merupakan *agency cost* perusahaan i pada periode t . $OWNS_{i,t}$ merupakan struktur kepemilikan perusahaan i pada periode t . Dalam penelitian ini proksi yang digunakan untuk struktur kepemilikan perusahaan adalah, sebagai berikut: $MAN_{i,t}$ merupakan proporsi kepemilikan manajerial di perusahaan i pada periode t ; $INST_{i,t}$ merupakan proporsi kepemilikan institusional di perusahaan i pada periode t ; $CG_{i,t}$ merupakan *corporate governance* perusahaan i pada periode t . (diukur menggunakan proksi dewan direksi dan komisaris independen). $SIZE_{i,t}$ merupakan ukuran perusahaan i pada periode t . $AGE_{i,t}$ merupakan umur perusahaan i pada periode t .

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil pengumpulan data terhadap variabel-variabel penelitian diperoleh, kepemilikan manajerial rata-rata adalah 19%, kepemilikan institusional rata-rata 30%. Rata-rata

jumlah direksi di perusahaan sebanyak 5 orang, dan 38% dari jumlah komisaris di perusahaan merupakan komisaris independen.

Pengujian Hipotesis

Hipotesis 1_a, 1_b, 2_a, 2_b menyatakan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, jumlah dewan direksi, komisaris independen berpengaruh negatif terhadap *agency cost*. Hasil regresi untuk hipotesis adalah sebagai berikut:

Tabel 2 menyajikan hasil regresi struktur kepemilikan dan *corporate governance* terhadap *agency cost*. Variabel dependen yaitu *agency cost* diprosikan dengan *expense ratio* (AC2). *Expense ratio* (AC2) diukur dengan beban operasi dibagi total aset. MAN merupakan kepemilikan manajerial diukur dengan persentase kepemilikan saham oleh pihak manager dibagi total kepemilikan saham. $INST$ merupakan kepemilikan institusional diukur dengan persentase kepemilikan saham oleh pihak institusi dibagi total kepemilikan saham. $SIZE$ diukur menggunakan \ln dari total aset perusahaan. AGE diukur menggunakan \log dari umur perusahaan sejak perusahaan berdiri sampai periode penelitian.

Tabel 2. Hasil regresi struktur kepemilikan dan *corporate governance* terhadap *agency cost*

Variabel Independen	Variabel Dependen
	<i>Expense Ratio</i> (AC2)
MAN	0,012 (0,292)
INST	-0,093** (-0,016)
DIR	-0,010** (0,067)
KOMIN	-0,016 (0,868)
SIZE	0,003 (0,683)
AGE2	-1,79*** (0,000)
Konstanta	0,445*** (0,013)

*, **, *** berturut-turut signifikan pada 10%, 5%, dan 1%

Hasil pengujian hipotesis 1_a, menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan. Semakin tinggi kepemilikan yang dimiliki oleh manajer dalam perusahaan

maka akan semakin tinggi biaya keagenan yang diukur dengan beban operasi. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Singh et al (2003) yang menyatakan bahwa perusahaan

dengan kepemilikan manajerial yang tinggi mempunyai beban operasi dan penjualan yang juga tinggi. Faisal (2005) juga menemukan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi belum sepenuhnya dapat menekan beban operasi yang terjadi di perusahaan. Tanda yang berlawanan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial belum dapat berfungsi sepenuhnya sebagai mekanisme untuk menekan diskresi manajerial.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional pada perusahaan berpengaruh terhadap *expense ratio*, koefisien menunjukkan tanda negatif. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Hadiprajitno (2013) bahwa semakin tinggi kepemilikan institusi keuangan maka akan semakin rendah biaya keagenan, namun hasil tersebut berlawanan dengan hasil penelitian Faisal (2005). Faisal (2005) menjelaskan bahwa *expense ratio* sebagai ukuran dari biaya keagenan belum dapat sepenuhnya menangkap kinerja yang dievaluasi pihak institusional dalam mengevaluasi kinerja perusahaan. Bathala et al., (1994) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol *agency cost*. Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan juga akan meningkat.

Hipotesis 2_a menunjukkan bahwa jumlah dewan direksi berpengaruh negatif dan signifikan. Hal ini berarti bahwa dengan tingginya jumlah dewan direksi dalam perusahaan akan mampu menekan biaya operasi yang dikeluarkan oleh perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Faisal (2005). Hipotesis 2_b menunjukkan bahwa komisaris dependen berpengaruh negatif namun tidak signifikan. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hadiprajitno (2013).

Untuk variabel kontrol yang digunakan yaitu *size* berpengaruh positif terhadap *expense ratio*. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa semakin

besar ukuran perusahaan maka perusahaan akan semakin tidak efisien dalam mengeluarkan beban operasi untuk menghasilkan penjualan. Disimpulkan bahwa, semakin besar ukuran perusahaan maka biaya keagenan yang dikeluarkan perusahaan akan semakin besar. Untuk variabel kontrol yang kedua yaitu umur perusahaan berpengaruh negatif *expense ratio*. artinya bahwa semakin lama umur perusahaan maka akan semakin efisien dalam mengeluarkan beban operasi untuk menghasilkan penjualan. Semakin lama umur perusahaan maka akan rendah biaya keagenannya.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa secara statistik hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan jumlah dewan direksi mampu mengurangi biaya keagenan dalam perusahaan. Kepemilikan oleh pihak institusi yang semakin tinggi mampu membuat perusahaan lebih efisien dalam mengeluarkan beban-beban operasi untuk menghasilkan penjualannya. Persentase jumlah dewan direksi yang juga tinggi dalam perusahaan akan mengurangi biaya keagenan perusahaan. Perusahaan menjadi lebih efisien dalam mengeluarkan beban-beban operasi untuk menghasilkan penjualannya.

Daftar Pustaka

- Agrawal, Anup., Gershon N.Mandelker., 1990. Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 25, No.2
- Ang, J.S., R.A. Cole., J.W. Lin. 2000., Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 55, No.1, pp. 81-106.
- Baghat, S. D dan Bolton, B. 2008. *Corporate governance and Firm Performance*. *Journal of Corporate Finance* 14.pp.257-273
- Bathala, C.T, K.P Moon., R.P Rao., 1994. Manajerial Ownership, Debt Policy and the Impact of Institutional Holding: an Agency

- Perspective. *Financial Management*. Vol.23. hal. 38-50.
- Black,B.S.H.Jang.W.Kim., 2006. Predicting Firm's Corporate Governance Choices:Evidence from Korea. *Journal of Corporate Finance*, vol. 12:pp.660-691.
- Brown,L.D, dan Caylor, M.L.2004. Corporate Governance and FirmPerformance, *Georgia State University WorkingPaper*
- Cadbury, Committee Report, Report of the Cadbury Committee on the Financial Aspect of *Corporate governance*, www.ecgn.ulb.ac.b.
- Claessesns, S., Fan.J. P. H., 2002. Corporate Governance in Asia: A Survey. *International Review of Finance*, 3.71-103
- Darmawati, dkk., 2005. Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol, 8, No 6, Hal 65-81.
- Eisenberg, T, Sundgren, S., Wells, M., 1998. Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*. Vol. 48. hal. 35-54.
- Faisal., 2005. Analisis Agency Costs, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance. *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi VII*. Bali. Desember. p.197-207.
- Faleye, Olubumi. 2007. Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment. *Journal of Financial Economics*. Hal.501-529.
- Hadiprajitno, Paulus Basuki., 2013. Struktur kepemilikan, mekanisme tata kelola perusahaan, dan biaya keagenan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, hal 97-127.
- Henry, Darren., 2010. Agency cost, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. *Pasific-Basin Finance Journal*, pp 24-46.
- Jensen, Michael., Meckling, William., 1976. Theory of the Firm: Manajerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Jensen, Michael C., 1986. Agency Cost of Free cash Flow,Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76 (2), 323-329.
- Moh'd., M. A., Perry, Rimbey, 1998., The Impact of Ownership Stucture on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross Sectional Analysis, *Financial Review*, August, Vol. 33, pp. 85-99.
- Mollah, Sabur, Omar Al Farooque, Wares Karim., 2012. Ownership structure, corporate governance and firm performance: Evidence from an African emerging market. *Studies in Economics and Finance*, Vol. 29 Iss: 4, pp.301 – 319.
- Shleifer, A., Vishny R.W., 1986. Large Shareholders and Coporate Control. *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, pp. 461-488.
- Yermack, D., 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*. Vol.40. hal.185-211.

