

ISBN : 978-602-17225-2-7

PROSIDING CALL FOR PAPERS & SEMINAR NASIONAL

"ASEAN ECONOMIC COMMUNITY 2015:
LUST OR TRUST?"



*Bandung, 12 Desember 2014
ISOLA Resort UPI*



Forum
keuangan
& bisnis
Indonesia



AF RACHMAN &
SOETJIPTO WS.
REGISTERED PUBLIC ACCOUNTANT

REVIEW OF AGENCY THEORY

Farida Titik Kristanti, SE., MSi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Telkom, Bandung
(farida_titik@yahoo.com)

Abstrak

Teori agensi menyatakan bahwa masalah agensi yang terjadi antara prinsipal (shareholders) dan agen (direksi atau manajer) muncul karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian. Literature *finance* menunjukkan bahwa *agency conflict* bisa dikurangi dengan meminimalkan biaya agensi sehingga diharapkan bisa meningkatkan performans perusahaan. Namun pada faktanya biaya keagenan sulit untuk dikuantifisir karena merupakan manifestasi beberapa bentuk misalnya penurunan produktivitas.

Key words: *agency theory, agency conflict, agency cost*

PENDAHULUAN

Teori agensi menyatakan bahwa *agency cost* muncul dari adanya konflik kepentingan antara prinsipal yang melibatkan orang lain yaitu agen untuk perform dengan mendelegasikan wewenang kepada agen untuk mengambil keputusan. Untuk itu perlu dilakukan pemantauan atas agen agar tindakan mereka sesuai dengan kepentingan prinsipal. Alchian dan Demsets (1972) berargumen bahwa pemantauan atas performans kerja individual selalu memunculkan biaya bagi perusahaan dan ketidakefisienan organisasi akan muncul ketika arus informasi atas performans individual menurun.

Masalah akan muncul ketika prinsipal tidak berperilaku secara tepat sesuai kepentingan prinsipal (Eisenhardt, 1989). Pemecahan atas masalah ini harus menjamin bahwa agen akan berperilaku sesuai dengan kepentingan prinsipal dengan cara meningkatkan kualitas informasi yang tersedia bagi prinsipal dan

membuat senior eksekutif menjadi bagian perusahaan yaitu sebagai pemilik perusahaan melalui paket kompensasi.

Awal tahun 1976, ahli (teori) *finance* secara umum menggunakan standar *economic model of the firm* untuk menjelaskan perilaku korporat. Model ini memandang sebuah perusahaan sebagai “*black-box*” yang memroses input menjadi output yang bermanfaat dan diarahkan untuk memberikan insentif ekonomi yang rasional. Pemikirannya adalah bahwa perusahaan dikendalikan dan dioperasikan oleh satu orang, *wealth-maximizing owner* dimana mereka adalah identik antara perusahaan dan pemegang saham dari luar. Beberapa ahli telah mencoba mengembangkan model ini untuk mempertimbangkan kenyataan bahwa hampir sebagian aktivitas perusahaan dikelola oleh perusahaan besar dengan manajer yang profesional. Bahkan model ini secara umum mengasumsikan bahwa manajer akan selalu bertindak pada kepentingan terbaik para pemegang saham (Megginson, 1997).

Banyak literatur dewasa ini yang menolak model klasik tentang perusahaan tersebut. Perusahaan lebih dipandang sebagai sekumpulan kontrak diantara berbagai faktor produksi, dimana masing-masing faktor dimotivasi oleh kepentingannya sendiri (*self interest*). Sebagai akibatnya, perusahaan dipandang sebagai sebuah tim yang anggotanya bertindak atas kepentingannya sendiri tetapi sadar bahwa nasib mereka tergantung pada tingkat kesurvivalan dari tim tersebut akibat persaingan dengan tim lain (Fama, 1980).

Selama beberapa dekade, *agency theory* telah muncul sebagai *dominant paradigm* dalam literatur ekonomi keuangan. Seperti yang ada dalam literatur, *agency theory* koncern dengan hubungan antara manajer dan *stockholders* (Hill dan Jones, 1992). Meskipun begitu beberapa penulis baru di bidang manajemen telah membangun eksplorasi atas implikasi *agency theory* untuk beberapa disiplin ilmu, yaitu *organizational behavior*, *organizational theory*, dan manajemen strategic. Jensen dan Mekling (1976) melihat bahwa *the implicit*

contracts between stakeholders and managers as just one of the nexus contracts that form the legal fiction known as the modern corporation. Batasan mengenai *stakeholders* menunjuk pada konstituen yang memiliki legitimasi klaim pada perusahaan (Freeman, 1984). Legitimasi ini ada melalui eksistensi pertukaran hubungan (*exchange relationship*). *Stakeholders* tersebut meliputi *stockholders*, kreditur, manajer, karyawan, pelanggan, supplier, komunitas local, dan public umum (Hill dan Jones, 1992). Artinya konflik bisa saja terjadi diantara mereka.

Paper ini bertujuan untuk membahas tentang *agency theory*. Pembahasan lebih fokus mengenai *agency problem*, biaya yang muncul (*agency cost*), solusi atas masalah agensi dan kelemahan teori agensi.

AGENCY THEORY

Agency theory konsern dengan penyelesaian dua problem yang terjadi pada hubungan keagenan (Eisenhardt, 1989). Yang pertama adalah *agency problem muncul* ketika (1) tujuan atau keinginan antara prinsipal dan agen saling bertentangan/konflik, (2) sangat sulit atau mahal bagi prinsipal untuk memverifikasi apa yang secara aktual dilakukan oleh agen. Kedua adalah problem *risk sharing* yang muncul ketika prinsipal dan agen memiliki sikap yang berbeda terhadap resiko. Masalah disini adalah prinsipal dan agen mungkin lebih suka mengambil tindakan yang berbeda karena preferensi resiko mereka yang berbeda.

Menurut Eisenhardt (1989), teori keagenan dilandasi oleh 3 (tiga) buah asumsi, yaitu:

(1) Asumsi tentang sifat manusia

Asumsi ini menekankan tentang bahwa manusia memiliki sifat untuk mementingkan dirinya sendiri (*self interest*), keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*) dan tidak menyukai resiko (*risk aversion*).

(2) Asumsi tentang keorganisasian

Adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai ukuran produktivitas, dan adanya *Asymmetric Information* antara principal dan agen
 (3) Asumsi tentang informasi

Informasi dipandang sebagai komoditas yang bisa diperdagangkan.

Secara lengkap review tentang teori agensi nampak pada tabel berikut.

Tabel 1. Agency Theory Review (Eisenhardt; 1989)

<i>Key idea</i>	<i>Principal – agent relationship should reflect efficient organization of information and risk-bearing costs</i>
<i>Unit of analysis</i>	<i>Contract between principal and agent</i>
<i>Human assumption</i>	<i>Self interest, bounded rationality, risk aversion</i>
<i>Organizational assumption</i>	<i>Partial goal conflict among participants Efficiency as the effectiveness criterion Information asymmetry between principal and agent</i>
<i>Information assumption</i>	<i>Information as purchasable commodity</i>
<i>Contracting problems</i>	<i>Agency (moral hazard and adverse selection) Risk sharing</i>
<i>Problem domain</i>	<i>Relationship in which the principal and agent have partly differing goals and risk preferences (e.g. compensation, regulation, leadership impression management, whistle-blowing, vertical integration, transfer pricing)</i>

Secara keseluruhan domain dari *agency theory* adalah hubungan yang tercermin dari struktur antara principal dan agen yang melekat dalam perilaku kooperatif tetapi memiliki tujuan dan sikap yang berbeda terhadap resiko.

Agency Problem

Hubungan keagenan muncul ketika satu atau dua lebih individu (*principal*) menggaji individu lain (*agent*) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan kepada agen untuk membuat keputusan atas namanya (*principal*). Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan ini

muncul antara: (1) *shareholder* sebagai prinsipal dengan para manajer sebagai agen, dan (2) *Shareholder* dengan kreditor (Atmaja, 2008).

Agency cost adalah biaya tambahan yang muncul dari adanya konflik diantara *stakeholders*, yang terjadi ketika ada pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian. Sedangkan Jensen dan Meckling (2009) mendefinisikan, *agency cost is the sum of contracting, monitoring, and bonding cost undertaken to reduce cost due to conflict of interest, plus residual loss*.

Masalah keagenan antara *shareholder* dengan manajer berpotensi terjadi bila manajemen tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham tentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya manajer perusahaan bisa saja bertindak untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka sendiri. Terjadilah *conflict of interest*. Prinsipal dapat melimitkan perbedaan kepentingan ini dengan menetapkan insentif yang sesuai untuk para agennya dengan mengeluarkan biaya monitoring (**monitoring cost**) yang didisain untuk membatasi aktivitas agen.

Di beberapa situasi pemegang saham akan membayar agennya untuk menggunakan sumber daya (**bonding cost**) demi menjamin bahwa manajer tidak akan mengambil tindakan tertentu yang akan membahayakan prinsipal atau untuk menjamin bahwa prinsipal akan diganti kerugiannya jika manajer mengambil tindakan tersebut.

Meskipun begitu sangat tidak mungkin bagi principal atau agen ada pada *zero cost* demi menjamin agen akan membuat keputusan optimal dari sudut pandang prinsipal. Di hampir semua hubungan keagenan, prinsipal dan agen akan mendatangkan biaya *monitoring* dan *bonding* positif (baik yang berkaitan dengan non-uang atau uang). Sebagai hasilnya akan ada *divergence* antara keputusan agen (aktivitas yang biaya monitoring dan bondingnya optimal) dan keputusan yang akan memaksimalkan kesejahteraan prinsipal. Sejumlah uang

yang terjadi akibat pengurangan kesejahteraan yang dialami prinsipal sebagai hasil *divergence* tersebut disebut dengan **residual cost**. Jensen (2009) menyatakan “ *residual loss occurs identify because it is generally impossible to perfectly identify the agents’ interests with that of principal*”. Menurut Jerzmoswka (2006) *residual loss is the reduction in the value of the firm that arise when the entrepreneur dilutes his ownersip*.

Jensen (1983) mengenalkan dua langkah penting untuk meminimalkan agency problem. Pertama, Mekanisme *the principal-agent risk bearing* harus dimonitor melalui *the nexus organization contracts*. Kedua, perusahaan harus menggunakan *contractual monitoring and bonding* untuk mendukung struktur yang didisain pada langkah pertama dan menurunkan solusi yang potensial atas problem keaganenan.

Agency Conflict

Literature dalam *corporate finance* menyatakan bahwa beberapa teknik atas *agency conflict* dapat dikurangi dengan cara mengurangi *agency cost*. Teknik tersebut dapat dibedakan antara mekanisme internal dan eksternal. Mekanisme internal meliputi *compensation contracts, bonding, and monitoring activities* dalam perusahaan. Sedangkan mekanisme eksternal meliputi monitoring aktivitas pasar modal, legislator, professional (investasi), dan investor. Walaupun berbeda dalam sifat namun kedua mekanisme tersebut memiliki tujuan yang sama yaitu untuk menyesuaikan utilitas manajer dengan utilitas *shareholder* (Depken et.al, 2007).

Jerzemoswka (2006), membahas tentang konflik keaganenan dengan melihat dari dua tipe konflik yang terjadi dalam perusahaan.

1. Konflik Kepentingan antara Managers and Shareholders

Harus ditekankan bahawa hampir sebagian besar konflik kepentingan ada antara principal dan agen. Situasi ini ada karena hak pemegang saham untuk mengelola perusahaannya dengan berpartisipasi di dalamnya dan melakukan voting selama Rapat Umum pemegang saham. Mereka berhak menunjuk dan memberhentikan manajer, menerima laporan keuangan perusahaan dan menunjuk auditornya. Mereka juga berhak menjual sahamnya dan menempatkan perusahaan pada resiko yang mereka bersedia tanggung atau bahkan mengumumkan bangkrutnya perusahaan.

Sesuai dengan Masulis (1998), konflik ini muncul karena beberapa alasan:

- (1) Manajer lebih suka konsumsi yang lebih besar dengan intensitas kerja yang lebih sedikit sepanjang hal ini tidak menurunkan renumerasi mereka dan *value* saham perusahaan yang mereka miliki
- (2) Manajer lebih menyukai resiko investasi yang lebih kecil dan *leverage* yang lebih rendah, karena hal ini akan menurunkan bahaya kebangkrutan dan menghindari kerugian
- (3) Manajer lebih menyukai horizon investasi jangka pendek
- (4) Manajer menghindari akar masalah dengan mengurangi tingkat tenaga kerja, karena hal ini akan meningkatkan perubahan dalam pengendalian perusahaan.

Murphy (1985) beragumen bahwa manajer cenderung meningkatkan *size* perusahaan meskipun itu membahayakan kepentingan *shareholders*, sepanjang renumerasi dan prestise berkorelasi positif terhadap *size* perusahaan.

Beberapa mekanisme bisa membatasi konflik kepentingan ini, seperti:

- *Share option link managerial remuneration*. Jensen (1986), menunjukkan pandangan bahwa membatasi kebebasan tindakan manajer adalah hal krusial dalam mengurangi biaya keagenan atas ekuitas, dan merekomendasikan pengurangan free cash flow sebagai solusi.

- *Dividend payout, share repurchases, incurring extra debt* akan mengurangi sejumlah dana dalam pengendalian manajemen. Tindakan-tindakan ini akan mengurangi *free cash flow* dan akan mengurangi kemungkinan investasi yang tidak menguntungkan.
- *Compensation*. Kompensasi dalam bentuk saham sangat tepat untuk mengontrol konsumsi yang berlebihan dari manajer dan atas horizon waktu investasi. *Manager's option and voting rights* dari kepemilikan saham adalah alat yang penting untuk mengendalikan *agency problem*, atas sifat *risk aversion* dari manajer.

2. Konflik antara Creditor and Managers (Shareholders)

Konflik antara *shareholders* dan *debtholders* adalah manifestasi dari pilihan proyek yang diambil (keputusan investasi) dan dalam penentuan bagaimana mendanai proyek tersebut dan seberapa banyak dana yang nantinya akan dibayarkan berupa dividen (Damodaran, 1997). Peningkatan hutang secara langsung berhubungan dengan peningkatan resiko, khususnya resiko kebangkrutan. Hutang tidak saja mengurangi *free cash flow*, tetapi juga meningkatkan probabilitas kebangkrutan. Jensen (1986) berargumen bahwa peningkatan dalam hutang akan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hal ini benar sepanjang biaya kebangkrutan dipertahankan pada level rendah (Damodaran, 1997). Peningkatan *financial leverage* adalah salah satu cara yang mungkin untuk mengurangi *agency cost* sehubungan dengan ekuitas perusahaan.

Manajer meningkatkan limit hutangnya untuk menentukan *free cash flow*. *Shareholders* mungkin menggunakan peningkatan hutang untuk meningkatkan kontrol terhadap manajer. Oleh karena itu *financial leverage* digunakan untuk merestrukturisasi klaim kepemilikan dan pada saat yang sama digunakan untuk merubah tujuan dan aspirasi manajer untuk secara penuh memaksimalkan *value* atas asset perusahaan.

Covenant adalah cara termurah untuk membatasi konflik kepentingan antara *shareholders* dan *bondholders*, dan harus ditentukan secara hati-hati karena *covenant* yang buruk dapat memunculkan kegagalan. *Covenant* dapat diklasifikasikan menjadi dua, yaitu:

(1) *Positive covenant*

- Perusahaan setuju untuk mempertahankan sejumlah modal kerja pada level minimal
- Perusahaan harus melaporkan secara periodik laporan keuangannya

(2) *Negative covenant*, membatasi atau melarang tindakan tertentu oleh perusahaan. Misal:

- Membatasi jumlah dividen yang mungkin dibayarkan
- Perusahaan tidak boleh menjanjikan asetnya kepada pihak lain
- Perusahaan tidak boleh melakukan merger
- Tidak boleh menjual asetnya tanpa persetujuan kreditor
- Perusahaan tidak boleh menambah hutang jangka panjang

Keterbatasan Teori Agensi

Artikel Agarwal (2014) menyatakan bahwa ada keterbatasan atas teori agensi ini (Eisenhardt, 1989, Sheifer & Vishny, 1997; Daily et.al, 2013) yaitu:

1. Teori agensi mengasumsikan mengenai *complete contracts*. *Bounded rationality* tidak mengijinkan kontrak yang lengkap dan efisien. Asimetri informasi, biaya transaksi dan *fraud* adalah hambatan untuk kontrak yang efisien.
2. Teori agensi berasumsi bahwa kontrak dapat mengeliminasi *agency cost*. Adanya ketidaksempurnaan pasar mengindikasikan bahwa asumsi ini tidak valid.

3. Efek pihak ketiga tidak diakui. Pihak ketiga adalah pihak yang mempengaruhi kontrak tetapi tidak ada dalam kontrak. Misal dewan komisaris.
4. Shareholders diasumsikan hanya tertarik pada performans keuangan.
5. Direksi dan manajemen diasumsikan melakukan tugasnya untuk pemegang saham. Hukum menghendaki tugas dilakukan untuk perusahaan.
6. Boards memiliki sejumlah peran. Agensi teori tidak membahas mengenai peran ini.
7. Berbagai studi mengenai tata kelola dikonsepsikan sebagai pencegah bagi *managerial self-interest*.
8. Teori agensi tidak mempertimbangkan kompetensi.

RISET TERDAHULU

Abbasi (2009) melakukan studi di UK, melakukan analisis terhadap teori agensi untuk memahami sifat korporasi dengan menentukan *respective roles* dari shareholders dan managers dalam korporasi. Studinya dilakukan dengan membandingkan gambaran para ekonom tentang perusahaan dengan konsep legal mengenai korporasi. Hasilnya menunjukkan bahwa ada dua model korporasi yang berbeda. Para ekonom memandang perusahaan dalam batasan *a nexus of contract*, seperti *partnership* dimana *shareholder* adalah pemilik perusahaan dan direksi atau manajer adalah agen. Sedangkan dari sudut pandang hukum, memandang korporasi sebagai sebuah *legal entity* yang terpisah dengan hak dan kewajiban. Meskipun begitu baik ekonom atau model legal bertemu pada tujuan korporasi yaitu memaksimalkan pemegang saham.

Conelly, et.al. (2010) dalam studinya menggunakan sampel 500 perusahaan di Fortune dengan menggunakan data 1997-2006 menemukan bahwa tindakan kompetitif yang diambil para eksekutif signifikan berpengaruh

terhadap struktur kepemilikan yang menghasilkan peningkatan dalam tindakan bersaing strategik. Secara jelas hasil mereka menunjukkan bahwa prinsipal dengan kepentingan yang berbeda dapat mempengaruhi implementasi tindakan para eksekutif.

Mustapha dan Ahmad (2011) studinya di Malaysia menguji apakah ada asosiasi langsung dan tidak langsung antara manager shareholdings dengan agency cost. Hasilnya mengindikasikan bahwa *managerial ownership* memiliki hubungan terbalik dengan total *monitoring cost* sebagai prediktor dari *agency cost*. Studinya konsisten dengan studi-studi sebelumnya di Negara barat.

Namazi (2013) dari studinya melakukan analisa mengenai peran teori agensi terhadap pengimplementasian mekanisme pengendalian yang efektif. Hasil studinya menunjukkan bahwa teori agensi menempatkan peran yang berbeda atas organisasional, perilaku, ekonomi dan pengendalian.

Di Indonesia, Matusin, et.al. (2014) melakukan studi di Bursa Efek Indonesia pada periode 2008-2012 untuk menginvestigasi efek struktur modal terhadap *agency cost*. Hasil studinya menunjukkan bahwa ada pengaruh yang positif antara struktur modal yang diukur dengan *debt ratio* dan *long term debt ratio* dengan *agency cost* yang diukur dengan biaya penjualan, umum dan administrasi.

PENUTUP

Literature *corporate finance* menyarankan beberapa teknik dengan mana konflik keagenan dapat dikurangi, dengan cara mengurangi biaya keagenan. Namun pengurangan biaya agensi masih terbuka atas beberapa permasalahan (Depken, 2007). Pertama, tidak ada teori yang kongkrit atau konsensus empiris atas efek kompensasi pada keputusan manajerial, dan itu berarti *agency cost*. Kompensasi ekuitas seperti *stock options* dan *restricted stocks* secara umum

dipandang sebagai solusi yang paling efisien diantara berbagai mekanisme internal. Meskipun begitu keefektifan insentif ekuitas masih dipertanyakan. Kedua, Efek besarnya prosentase *shareholders*, juga disebut dengan *blockholders*, sebagai mekanisme monitoring masih belum terselesaikan. Ketiga, Fakta bahwa biaya keagenan adalah *largely unquantifiable*. Pada kenyataannya biaya keagenan adalah manifestasi dari beberapa bentuk, seperti: menurunnya produktivitas dan kerugian atas nilai perusahaan. meskipun begitu karena sifatnya yang multidimensional, maka sangat sulit untuk mengukur *agency cost* baik dalam ukuran absolut maupun relatif. Beberapa penelitian menggunakan faktor kualitatif untuk memproksikan komponen *agency conflict*, seperti: struktur kepemilikan atau komposisi direksi.

DAFTAR RUJUKAN

- Abbasi, Muhammad Zubair, 2010, Legal analysis of agency theory: an inquiry into the nature of corporation, *International Journal of Law and Management*, Vol. 51. No. 6; 401-420
- Alchian, AA dan Demsetz, H, (1972), Production, information cost, and economic organization, *American Economic Review*, 62: 777-795
- Agarwal, Shubi., 2014. A Literature Review of Agency Theory, *Indian Journal of Research*, Vo.3, Issues 5, May, 1-3
- Atmaja, Lukas Setia., (2008), *Teori & Praktek Manajemen Keuangan*, Penerbit Andi Yogyakarta
- Conelly, BL., Tihanyi L., Certo ST and Hitt MA., 2010, Marching to the beat of different drummers: The influence of institutional owners on competitive actions, *Academy of Management Journal*, 53(4): 723-742
- Damodaran, A. (1997), *Corporat Finance*”, New York, John wiley

- Depken, Craig A. II., Nguyen, Giao X, dan Sarkar, Salil K., (2007), "Agency cost, executive compensation, bonding and monitoring: A stochastic frontier approach",
<http://belkcollegeofbusiness.uncc.edu/cdepkin/P/agencycost.pdf>
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989), "Agency Theory assessment and review",
Academic of Management Review, Vol 14 No 1, pp 57 -74
- Fama, Eugene F. (1980), "Agency Problems and the theory of the firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 88 No. 2, pp 288-307
- Freeman, E. (1984), *Strategic management: A stakeholders approach*, Boston: Pitman-Press
- Hill, Charles W.L., dan Jones, Thomas M. (1992), "Stakeholder-Agency Theory",
Journal of Management Studies 29:2 March
- Jensen, M.C., (1983) Organization Theory and Methodology, *The Accounting Review*, V.LVIII, 2, 319-339
- Jensen, Michael C., (2009), "Agency cost of overvalued equity", working paper,
http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/172.1/55940/CPL_WP_05_09_Jensen.pdf
- Jensen, Michael C., dan Meckling, willian H. (1976), "Theory of the firm: mnsgerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3 No 4, October, 305-360
- Jensen, Michael J. (1986), "Agency cost of free cash flow corporate finance, and takeovers", *American economic review*, Vol 76 No 2, pp 323-329
- Jerzemoswka, Magdalena, "The Main agency Problem and theor consequences",
Acta Economica Pragensia, ric 14, c.3
- Masulis, R. (1988), *Debt/Equity Choice*, Cambridge, Ballinger
- Matusin, Anita Rosmalina., Andryan, Ryan., and Pamela, Amelia., 2014, The impact capital structure on agency cost of Indonesian listed companies, *International conference Business, Economics and Accounting Hongkong*, 26-28 March .
- Megginson, William H. (1997), *Corporate Finance Theory*, Addison Wesley

Murphy, K.J. (1985), " Corporate Performance and Managerial remuneration: an empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30 No. 2, pp. 245-278

Mustapha, Mazlina, and Ahmad, Ayoib Che., 2011, Agency theory and managerial ownership: evidence from Malaysia, *Managerial Auditing Journal*, Vo. 26 No. 5, 419-436

Namazi, Mohammad, 2013, Role of the agency theory in implementing management control. *Academic Journals*, 5(2), 38-47, July .