

Bagaimanakah Lemahnya Tata Kelola Perusahaan Dapat Mendorong Akuntansi yang Kreatif dalam Menciptakan Ilusi Laporan Keuangan?

Kenley Maccauley Riyono*, Nicklaus Stanley, Rafael Savio Easter, Vincent Adijaya, Ruben Putranto Purnomo

Universitas Ciputra

*kmaccauley@student.ciputra.ac.id

ABSTRACT

This study aims to analyze the effectiveness of capital market regulations and financial reporting standards in Indonesia in mitigating fraudulent financial performance manipulation. The research sample focuses on PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. during the periods 2017–2018 and 2022–2023. The research was conducted using the content analysis method and literature review to explore the financial statements and sustainability reports in depth. The study examines aspects such as ownership structure, board structure, executive incentives, CEO duality, audit quality, and financial pressure to assess corporate governance, while indications of manipulation are identified using the Beneish M-Score. The results show that the effectiveness of financial statements as a tool for economic decision-making still faces significant challenges due to biases arising from agent behavior. Thus, the effectiveness of capital market regulations and financial reporting in Indonesia has not yet fully succeeded in reducing the risk of financial statement manipulation.

Keywords: Corporate Governance; Beneish M-Score; Financial Statement Manipulation

ABSTRAK

Penelitian ini ditujukan untuk menganalisis keefektifan regulasi pasar modal dan laporan keuangan yang berlaku di Indonesia dalam memitigasi fraud manipulasi kinerja keuangan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk. pada tahun 2017-2018 dan 2022-2023. The research was conducted using the content analysis method and literature review to find out more about the financial statements and sustainability report. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode analisis konten dan studi pustaka untuk mengetahui lebih lanjut mengenai laporan keuangan dan laporan keberlanjutan. Penelitian ini melihat aspek struktur kepemilikan, struktur dewan, insentif eksekutif, CEO duality, kualitas audit, dan financial pressure untuk menilai tata kelola perusahaan, sedangkan indikasi manipulasi dilihat dengan Beneish M-Score. Hasil menunjukkan bahwa efektivitas laporan keuangan sebagai alat pengambilan keputusan ekonomi masih menghadapi tantangan signifikan akibat adanya bias yang timbul dari perilaku agen. Dengan ini efektivitas regulasi pasar modal dan laporan keuangan di Indonesia masih belum dapat sepenuhnya mengurangi risiko dimanipulasinya laporan keuangan.

Kata kunci: Tata Kelola Perusahaan; Beneish M-Score; Manipulasi Laporan Keuangan

PENDAHULUAN

Laporan keuangan sangat krusial untuk memberikan gambaran menyeluruh tentang kesehatan dan kinerja keuangan perusahaan. Pada dalamnya memuat sumber informasi utama bagi berbagai pemangku kepentingan, termasuk manajer, investor, dan regulator, untuk mengambil keputusan yang tepat. Laporan keuangan sangat penting untuk pengambilan keputusan manajerial, membantu mengevaluasi kinerja keuangan dan memproyeksikannya di masa depan (Babuska, 2021; Blanco et al., 2023). Investor dan calon investor mengandalkan laporan keuangan untuk menilai kondisi perusahaan saat ini dan membuat keputusan investasi yang tepat (Afzali, 2023; Zenzerović and Šajrić, 2023), terutama profitabilitas yang menjadi indikator utama dalam mengambil keputusan investasi (Kabir and Saha, 2025; Yoro, 2024). Perusahaan publik juga diwajibkan untuk menyampaikan laporan keuangan kepada badan pengawas, untuk memastikan transparansi dan akuntabilitas (Afzali, 2023; du Toit, 2024; Yoro, 2024). Di Indonesia, regulasi laporan keuangan termuat dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia Nomor 14/POJK.04/2022 Tentang Penyampaian Laporan Keuangan Berkala Emiten Atau Perusahaan Publik. Kepatuhan ini sangat penting untuk menjaga kepercayaan investor dan integritas pasar.

Perkembangan badan-badan korporasi telah mencapai tingkat kompleksitas tertentu dimana manajemen yang tepat diperlukan untuk mengendalikan seluruh aspek bisnis, sosial, dan etika (Yang, 2023; Wardhani et al., 2023) Kompleksitas tersebut dapat menghasilkan banyak masalah yang berkisar pada kepatuhan dan transparansi laporan keuangan, serta tata kelola yang buruk. Sederhananya, perusahaan terdiri dari struktur hierarki termasuk para pemangku kepentingannya, dan strukturnya yang berlapis-lapis menciptakan celah-celah perilaku oportunistik sebagai akibat dari asimetris informasi (Wong et al., 2020). Oleh karena itu, banyak teori yang dikembangkan sebagai hasil dari pengawasan dan pengamatan terhadap tata kelola perusahaan. Salah satunya, mengamati cara kerja sebuah perusahaan melalui lensa adanya konflik kepentingan dalam badan pengelola sebuah perusahaan atau dikenal sebagai teori agensi (Jensen & Meckling, 1976).

Meski memiliki peran yang penting, laporan keuangan tidak terlepas dari adanya potensi *fraud* untuk memanipulasi kinerja keuangan. Dalam konteksnya, teori agensi menjelaskan bahwa manajer ditargetkan untuk berkinerja dengan baik namun manajer sering kali memiliki sudut pandang yang berbeda dengan pemegang saham sebagai prinsipal. Singkatnya, perusahaan rentan terhadap konflik kepentingan ini karena kurangnya pengawasan. Agen mungkin memanipulasi laporan keuangan untuk memenuhi target keuangan atau karena tekanan eksternal, seperti menjaga stabilitas keuangan atau menanggapi ekspektasi pasar (Johan Setiawan, 2021; Pramana and Hermawan, 2022). Terlebih lagi di saat perusahaan sedang mengalami penurunan kinerja keuangan, maka potensi terjadinya *fraud* sangat tinggi agar agen dapat memperoleh bonus (Riyono, 2024), sebagaimana dalam teori keagenan.

Pemantauan yang tidak efektif dan struktur tata kelola perusahaan yang lemah juga dapat memperburuk risiko *fraud* (Riyono, 2025; Sari, 2021; Talawar, 2022). Oleh karena itu, teori agensi sangat penting untuk menciptakan pemahaman tentang fenomena yang dapat menciptakan lubang dalam struktur perusahaan, dan untuk mencegah biaya keagenan yang tidak diinginkan.

Dalam konteks Indonesia, kerangka hukum dan mekanisme penegakan hukum sering kali tidak memadai di Indonesia, sehingga gagal mengekang praktik korupsi secara efektif (Jahja et al., 2023). Teori agensi memiliki peran besar dalam menafsirkan tata kelola perusahaan yang baik, karena perusahaan-perusahaan di Indonesia seperti BUMN, sangat terkait dengan koneksi politik dan birokrasi, yang dapat mengarah pada *fraud* dan korupsi (Juwono and Mayangsari, 2022; Umar et al., 2019). Sifat BUMN yang berorientasi pada keuntungan, beserta tekanan untuk berkontribusi pada keuangan negara, dapat mengarah pada praktik bisnis yang berisiko dan manipulasi dalam laporan keuangannya guna meningkatkan kinerja keuangannya (Taufik et al., 2023).

Salah satu perusahaan BUMN yang disorot karena menghadapi masalah tersebut adalah PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk dengan kode perusahaan GIAA. GIAA resmi dinyatakan melakukan *fraud* dalam laporan keuangan oleh PT Bursa Efek Indonesia (BEI) selaku otoritas pasar modal, dikarenakan pelanggaran atas Peraturan OJK Nomor 29/POJK.04/2016 tentang Laporan Tahunan Emiten dan Peraturan Bapepam Nomor VIII.G.11 tentang Tanggung Jawab Direksi atas Laporan Keuangan. Manipulasi laporan keuangan dilakukan dengan mengakui pendapatan atas kontrak perjanjian yang belum terealisasi sebesar USD 239.94 juta. Dikarenakan manipulasi tersebut GIAA melakukan revisi atas laporan keuangan tahunan 2018 yang semula laba bersihnya USD 5 juta menjadi rugi bersih USD 228 juta. Efek manipulasi ini berdampak terhadap investor dan negara dimana investor menghadapi peningkatan risiko dan potensi kerugian finansial karena laporan yang dimanipulasi dapat menyebabkan keputusan investasi yang buruk (Kabir and Saha, 2025; Yoro, 2024). Di saat manipulasi terbongkar, harga saham menurun signifikan sehingga investor mengalami *capital loss*. Manipulasi laporan keuangan dapat menyebabkan masalah ekonomi yang lebih luas, mempengaruhi kepercayaan publik terhadap pasar modal dan berpotensi menyebabkan ketidakstabilan ekonomi (Jahja et al., 2023; Taufik et al., 2023).

Laba atau rugi tahun berjalan GIAA secara berurutan adalah sebagai berikut, laba bersih tahun 2023 sebesar USD 251 juta, laba bersih tahun 2022 sebesar USD 3.7 miliar, rugi bersih tahun 2021 sebesar USD 4.1 miliar, rugi bersih tahun 2020 sebesar 2.4 miliar, rugi bersih tahun 2019 sebesar USD 44 juta setelah di revisi, sebelum di revisi laba bersih sebesar USD 6.4 juta, laba bersih tahun 2018 sebesar USD 5 juta sebelum di revisi, sedangkan setelah direvisi rugi bersih sebesar USD 228 juta, dan rugi bersih tahun 2017 sebesar USD 213 juta. Selain adanya perubahan atas laporan keuangan tahun 2018, terindikasi juga bahwa GIAA melakukan revisi atas laba rugi

pada tahun 2019 dengan penurunan laba sebesar USD 50.4 juta, hal tersebut diduga dikarenakan efek lanjutan untuk membersihkan permasalahan *fraud* atas laporan keuangan pada tahun 2018. Meski begitu, juga berdampak bagi investor dikarenakan penurunan laba yang sangat signifikan mengakibatkan keputusan investasi yang tidak sesuai beserta profitabilitas yang melemah. Terlihat pada Gambar 1, dimana harga saham pada tahun 2019 meningkat dikarenakan reaksi investor atas laba yang dicetak dalam laporan keuangan tahun 2018 sebelum revisi sebesar USD 5 juta, mengingat bahwa pada tahun 2017 GIAA mengalami rugi bersih sebesar USD 213 juta, sehingga laba tersebut adalah suatu peningkatan yang sangat signifikan. Namun, pada July 2019, GIAA resmi dinyatakan telah melakukan *fraud* oleh PT Bursa Efek Indonesia (BEI) sehingga mengakibatkan saham yang menurun dengan sangat signifikan, maka investor menjadi dirugikan dan hilangnya kepercayaan atas BUMN di Indonesia.



Gambar 1. Harga Saham GIAA

Sumber: TradingView (2025)

Selengkapnya, berdasarkan studi terkini oleh Siregar et al. (2020) dan Aviantara (2023), GIAA kerap mengalami masalah keagenan dan keberadaan tata kelola level perusahaan dan tata kelola level negara. Sebagai perusahaan nasional, struktur kepemilikan GIAA sebagian besar dimiliki oleh pemerintah sebesar 64,54% (Laporan Tahunan GIAA, 2023), hal ini menyebabkan banyak konflik kepentingan karena pemerintah mencoba untuk menjaga maskapai penerbangan nasional, sementara direktur, yang bermasalah dengan target, relatif mengambil beberapa keputusan yang tidak menguntungkan bagi pemerintahan dan memilih cara agar dapat menguntungkan dirinya sendiri (Verhezen et al., 2025). Selain itu, GIAA telah mengalami kasus-kasus korupsi yang menunjukkan kurangnya pengawasan seperti, kasus korupsi mantan direktur utama Garuda Indonesia dalam pengadaan pesawat yang terjadi pada tahun 2021 (Wicaksono, 2024). Hal ini menodai integritas perusahaan dan membuat efektivitas tata kelola perusahaan semakin dipertanyakan.

Berdasarkan permasalahan di atas, penelitian ini ditujukan untuk menganalisis apakah dalam laporan keuangan tahun 2022 dan 2023 GIAA terdapat *fraud* manipulasi kinerja keuangan. Dengan ini dapat memberikan gambaran mengenai keefektifan regulasi pasar modal dan laporan keuangan yang berlaku di Indonesia. Implikasi secara praktik penelitian ini dapat sebagai masukan bagi regulator dalam penerapan kebijakan dalam pengawasan pasar modal. Hasil penelitian ini dapat menjadi alat evaluasi bagi GIAA terhadap tata kelola perusahaan yang baik. Secara implikasi dalam literatur, hasil penelitian ini memperluas keefektifan model yang digunakan untuk mengukur transparansi dan indikasi *fraud* dalam laporan keuangan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif deskriptif karena pendekatan ini dapat memberikan pemahaman yang mendalam terkait prinsip-prinsip agensi sebuah perusahaan melalui laporan tahunan dan laporan keberlanjutan. Tujuan pendekatan ini adalah untuk menggambarkan secara sistematis isi dari laporan-laporan perusahaan yang dianalisis. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan tahunan dan laporan keberlanjutan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk (GIAA) selama 2 tahun terakhir (tahun 2023-2024) dan dibandingkan dengan laporan keuangan tahun 2017-2018 di saat PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. Terkhusus tahun 2018 dikarenakan terdapat revisi atas laporan keuangannya, maka laporan keuangan yang digunakan adalah laporan keuangan yang sebelum di revisi untuk menunjukkan angka saat terjadinya manipulasi laba. Dengan demikian, temuan ini dapat lebih jelas berdasarkan pembelajaran dari peristiwa yang terjadi di masa lalu, apakah pada tahun 2022 dan 2023 terindikasi *fraud*. Penelitian ini tidak dapat memperoleh hasil pada tahun 2024, dikarenakan laporan tahunan 2024 GIAA masih belum rilis pada saat tahun penelitian, sehingga indikator *corporate governance* tidak dapat diperoleh. Data yang disajikan dalam laporan tahunan dan laporan keberlanjutan dianalisis menggunakan metode *content analysis*, yaitu teknik untuk mengidentifikasi, mengklasifikasi, dan menafsirkan isi teks berdasarkan kategori tertentu. Dalam penelitian ini analisis isi laporan perusahaan dilakukan dengan mengacu pada matriks indikator agensi yang dikembangkan berdasarkan teori agensi.

Untuk mendeteksi potensi *fraud* yang dilakukan oleh agen, penelitian ini menggunakan dua pendekatan utama, yaitu variabel agensi dan manipulasi laba. Variabel agensi, sebagaimana dijelaskan dalam Tabel 1, berfungsi untuk menunjukkan berbagai aspek kualitatif internal dan eksternal yang berkaitan dengan *corporate governance*. Tujuannya adalah untuk menilai seberapa baik struktur pengawasan dan mekanisme pengendalian dalam perusahaan mampu mengurangi risiko terjadinya manipulasi (Riyono, 2025). Mekanisme tata kelola yang efektif akan membantu menyelaraskan kepentingan antara agen dan prinsipal, sehingga

mengurangi *agency conflict* yang menjadi akar dari praktik *fraud* (Talawar, 2022; Wardoyo et al., 2021). Dengan demikian, variabel agensi ini juga mencerminkan tingkat peluang yang dimiliki oleh manajer untuk melakukan manipulasi dalam laporan keuangan (Gwala and Mashau, 2023).

Tabel 1. Variabel Agensi Sebagai Indikator *Fraud*

Indikator	Pengukuran	Hubungan <i>Fraud</i>	Sumber
<i>Ownership Structure</i>	<i>Managerial Ownership</i> (0= Agen yang memiliki Tidak Ada, 1 = Ada)	kepemilikan yang rendah menurunkan hubungan dengan pemegang saham, meningkatkan risiko <i>fraud</i> .	(Supardi et al., 2022; Tuán, 2021)
<i>Board Structure</i>	<i>Independent Directors</i> (Jumlah Direktur Independen), <i>Board Size</i> (Jumlah CEO), <i>Audit Committee</i> (Jumlah komite audit)	Pengawasan yang lemah meningkatkan kemungkinan pelaporan yang oportunistik.	(Alkausar et al., 2021; Waheed et al., 2021)
<i>Executive Incentives</i>	<i>CEO Compensation</i> (Rata-rata gaji CEO), <i>Stock Options</i> (Rata-rata jumlah lembar saham yang diberikan atas bonus CEO)	Gaji berbasis kinerja yang tinggi dapat mendorong manipulasi laba.	(Khan et al., 2021; Wardoyo et al., 2021)
<i>CEO Duality</i>	CEO memiliki rangkap jabatan (0= Tidak, 1 = Ya)	CEO yang memiliki rangkap jabatan mengurangi independensi dewan dan meningkatkan kekuasaan.	(Riyono, 2024; Supardi et al., 2022)
<i>Audit Quality</i>	Diaudit oleh <i>Big Four</i> atau <i>non-Big Four</i> (2= Big Four, 1 = Big Six, 0 = Selain Big Four dan Big Ten)	Audit yang berkualitas rendah bisa jadi gagal mendeteksi kecurangan.	(Senjaya and Budiarta, 2022; Wahidahwati and Asyik, 2022)
<i>Financial Pressure</i>	Altman Z-Score	Tekanan finansial bisa meningkatkan insentif untuk <i>fraud</i> .	(Purwanda and Yuniarti, 2022; Riyono, 2025)

Untuk mengidentifikasi apakah manipulasi laba benar-benar terjadi, penelitian ini menggunakan metode Beneish M-Score yang dikembangkan oleh Beneish (1999) dan digunakan untuk mendeteksi manajemen laba. Model ini relevan

karena manajemen laba sering kali merupakan bentuk nyata dari masalah keagenan (Aviantara, 2023; Patmawati and Rahmawati, 2023), dimana manajer berusaha menyesuaikan laporan keuangan untuk kepentingan pribadi. Beneish M-Score terdiri dari delapan rasio keuangan yang dirancang untuk menangkap sinyal-sinyal distorsi dalam laporan keuangan akibat manipulasi (Basmar and Ruslan, 2021; Narsa et al., 2023). Semakin tinggi nilai M-Score suatu perusahaan, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut termasuk dalam kategori manipulator atau pelaku manajemen laba (Beneish et al., 2012; Gupta et al., 2024; Patmawati and Rahmawati, 2023). Model ini disajikan secara matematis sebagai berikut dan detailnya perhitungan dari masing-masing variabel digambarkan pada Tabel 2.

$$M = -4.84 + (0.92*DSRI) + (0.528*GMI) + (0.404*AQI) + (0.892*SGI) + (0.115*DEPI) - (0.172*SGAI) + (4.679*TATA) - (0.327*LVGI)$$

Berdasarkan ketentuan oleh Aviantara (2023), Gupta et al. (2024), dan Maniatis (2022), maka untuk nilai $M > -2,2$, diberikan nilai 1 karena terdeteksi adanya manipulasinya dan untuk nilai $M < -2,2$, diberikan nilai 0 karena tidak terdeteksi adanya manipulasi.

Tabel 2. Pengukuran Model Beneish

Variabel	Pengukuran	Deskripsi
DSRI	$(Receivables_t/Sales_t)/(Receivables_{t-1}/Sales_{t-1})$	Menangkap distorsi dalam piutang yang dapat diakibatkan oleh penggelembungan pendapatan
GMI	$Gross\ Margin_{t-1}/Gross\ Margin_t$ Dimana $Gross\ Margin = 1 - (COGS/Sales)$	Margin yang memburuk membuat perusahaan cenderung memanipulasi pendapatan
AQI	$(1 - (PPE_t + CA_t)/TA_t)/(1 - (PPE_{t-1} + CA_{t-1})/TA_{t-1})$ Dimana PPE adalah <i>fixed assets</i> , CA adalah <i>current assets</i> , dan TA adalah <i>total assets</i>	Menangkap distorsi pada aset lain yang dapat diakibatkan oleh kapitalisasi pengeluaran yang berlebihan
SGI	$Sales_t/Sales_{t-1}$	Mengelola persepsi tentang keberlanjutan pertumbuhan yang berkelanjutan dan kebutuhan modal merupakan predisposisi perusahaan yang sedang bertumbuh untuk memanipulasi penjualan

DEPI	$Depreciation\ rate_{t-1}/Depreciation\ rate_t$ Dimana $Depreciation\ rate = Depreciation/(Depreciation+PPE)$	dan pendapatan Menangkap tingkat depresiasi yang menurun sebagai bentuk manipulasi pendapatan
SGAI	$(SGA_t/Sales_t)/(SGA_{t-1}/Sales_{t-1})$	Mengurangi efisiensi administrasi dan efisiensi pemasaran (biaya SGA tetap yang lebih besar tetap yang lebih besar) mempengaruhi perusahaan untuk memanipulasi pendapatan
TATA	$(Net\ income_t - Cash\ from\ Operation_t)/Total\ assets_t$	Menangkap dimana laba akuntansi tidak didukung oleh laba tunai
LEVI	$Leverage_t/Leverage_{t-1}$, dimana $leverage$ adalah $debt\ to\ assets$	Peningkatan $leverage$ memperketat batasan utang dan membuat perusahaan cenderung memanipulasi laba

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Corporate Governance GIAA

Hasil temuan mengenai *corporate governance* GIAA termuat dalam Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Variabel Agensi GIAA

Variabel	2023	2022	2018	2017
<i>Managerial Ownership Independent Directors</i>	1	1	0	1
<i>CEO Duality</i>	0	0	0	0
<i>Board Size</i>	6	6	8	9
<i>Audit Committee</i>	4	4	3	5
<i>CEO Compensation (IDR)</i>	20.880.000.000	17.106.000.000	10.627.000.000	34.732.000.000
<i>Stock Options (USD)</i>	0	249.548	0	0
<i>Audit Quality</i>	2	2	2	2
<i>Financial Pressure</i>	-2.78	-4.98	-2.24	-1.82

GIAA resmi dinyatakan melakukan *fraud* dengan manipulasi laporan keuangan pada tahun 2018 dikarenakan konflik keagenan. Sebagaimana pada Tabel 3, ditemukan bahwa tidak ada direktur (CEO) yang memiliki kepemilikan saham pada GIAA pada tahun 2018, sedangkan pada tahun 2017. Teori keagenan menyatakan bahwa ketika direktur (agen) tidak memiliki kepemilikan saham, risiko untuk melakukan kecurangan dapat meningkat karena insentif yang tidak selaras dengan pemegang saham (prinsipal), yang berpotensi mengarah pada perilaku seperti manipulasi laba. Direktur dengan kepemilikan saham yang lebih rendah lebih mungkin terlibat dalam manipulasi laba (Riyono, 2025; Zulkarnain et al., 2023). Di luar kepemilikan, kepemilikan secara psikologis dapat menyelaraskan kepentingan direktur dengan kepentingan pemegang saham (Renz and Vogel, 2023). Pola pikir ini mengurangi kemungkinan kecurangan karena para eksekutif menganggap perusahaan sebagai milik mereka sendiri, yang mengarah pada perilaku yang lebih menghindari risiko. Sedangkan pada tahun sebelum terjadinya manipulasi laba pada tahun 2017, direktur masih ada yang memiliki kepemilikan saham di GIAA, beserta juga pada tahun 2022 dan 2023. Dengan tersebut dapat mengurangi potensi adanya manipulasi laba dikarenakan rasa kepemilikan saham tersebut, apabila direktur melakukan perilaku yang merugikan, maka nilai saham yang dimilikinya akan menurun.

Dalam setiap tahun GIAA juga tidak memiliki direktur yang independen, ketiadaan tersebut meningkatkan risiko terjadinya risiko *fraud*. Berdasarkan teori keagenan, kekuasaan direktur perlu dibatasi agar dapat mengurangi insentifnya dalam melakukan *fraud*. Kehadiran direktur independen dapat mengurangi efek negatif dari dualitas CEO (Alves, 2023). Dewan independen cenderung memandang direktur yang berkuasa secara tidak baik dan dapat mengurangi kekuasaan direktur, sehingga mengurangi kemungkinan manipulasi (Jiraporn et al., 2016). Maka dari itu, meningkatkan potensi dilakukannya *fraud*. Namun, ditemukan juga bahwa tidak ada direktur yang berperan ganda, sehingga kekuasaan direktur menjadi terbatas untuk mengurangi perilaku manipulasi.

Disaat tahun terjadinya *fraud*, jumlah direktur juga lebih banyak daripada rata-rata tahun-tahun sebelumnya dengan jumlah 8. Teori keagenan menunjukkan bahwa ukuran direktur yang lebih besar umumnya selaras dengan peningkatan manipulasi. Masing-masing direktur mengutamakan dirinya sendiri daripada *shareholders*, maka semakin banyaknya direktur mengakibatkan potensi untuk melakukan *fraud* meningkat untuk memenuhi kepentingannya masing-masing. Penelitian oleh Githaiga et al. (2022) dan Shahwan and Almubaydeen (2020) telah menemukan hubungan yang positif dan signifikan antara ukuran dewan dan manajemen laba, yang mengindikasikan bahwa dewan yang lebih besar mungkin kurang efektif dalam memantau dan mengendalikan tindakan manajemen, yang berpotensi mengarah pada lebih banyak manipulasi laba. Sedangkan pada tahun 2023 dan 2022, jumlah direksi tersebut menurun sehingga dapat juga mengurangi potensi konflik keagenan.

Pada saat terjadinya manipulasi tahun 2018, jumlah komite audit juga menurun hanya menjadi 3. Penurunan pengawasan terhadap direktur dan juga laporan keuangan meningkatkan perilaku oportunistis agen dalam melakukan manajemen laba untuk mencapai kepentingan pribadinya berdasarkan teori keagenan. Komite audit yang sepenuhnya independen memiliki kemungkinan lebih rendah untuk melakukan kecurangan laporan keuangan (Achmad et al., 2024; Patterson et al., 2024). Independensi memastikan bahwa anggota komite bebas dari benturan kepentingan. Sehingga pada tahun 2018, potensi terjadinya *fraud* jauh lebih besar daripada saat tahun 2017, 2022, dan 2023. Pada 2022 dan 2023 ini dikategorikan masih medium dikarenakan rata-rata jumlah komite audit sebelumnya adalah 5. Sehingga potensi terjadinya manipulasi masih cukup tinggi pada tahun 2022 dan 2023.

Kompensasi direktur dapat juga dilihat dengan teori keagenan. Teori ini menunjukkan bahwa struktur kompensasi dirancang untuk menyelaraskan kepentingan direktur dengan kepentingan pemegang saham. Kompensasi yang rendah dapat mengakibatkan manipulasi laba yang lebih tinggi, dengan harapan direktur dapat memperoleh keuntungan yang lebih melalui bonus atas kinerja keuangan yang dicapai. Direktur juga lebih berfokus pada keuntungan jangka pendek daripada nilai jangka panjang. Hal ini terutama terlihat pada perusahaan-perusahaan di mana kompensasi tunai berhubungan positif dengan akrual diskresioner, yang menunjukkan adanya hubungan antara kompensasi tunai dan praktik manipulasi laba. Kompensasi insentif yang tinggi dapat mendorong direktur untuk mengambil risiko tambahan, yang berpotensi meningkatkan nilai perusahaan. Namun, tanpa kompensasi yang memadai, direktur mungkin tidak akan mengambil risiko secara optimal, yang dapat mengarah pada manipulasi untuk memenuhi target kinerja (Tang and Chang, 2024). Pada tahun 2018, kompensasi yang diberikan sangat rendah, sehingga berpotensi bagi direktur untuk melakukan *fraud* agar dapat memperoleh bonus melalui target yang dicapai olehnya. Beserta juga pada tahun 2022 dan 2023 dimana kompensasinya juga jauh lebih rendah daripada tahun 2017, membandingkan tersebut, direktur akan memilih memaksimalkan kinerja perusahaan dengan memanipulasinya agar dapat memperoleh bonus yang lebih tinggi.

Opsi saham CEO yang rendah dapat meningkatkan risiko manipulasi laporan keuangan menurut teori keagenan. Hal ini terjadi karena insentif yang diberikan, seperti bonus tunai, bisa mendorong CEO untuk mengutamakan keuntungan pribadi daripada kepentingan perusahaan. Ketika CEO lebih banyak menerima bonus tunai dibandingkan kepemilikan saham, mereka cenderung lebih mungkin memanipulasi laba untuk mendapatkan keuntungan dari opsi saham yang mereka miliki (Bendig et al., 2025). Perilaku ini muncul akibat ketidaksesuaian insentif antara CEO dan pemegang saham, terutama ketika kinerja opsi saham tidak sesuai harapan. Sebagaimana dengan pada tahun 2018, dimana tidak ada opsi saham yang diberikan kepada direktur, sehingga meningkatkan perilaku direktur untuk melakukan

manipulasi agar dapat memperoleh insentif yang lebih besar. Opsi saham hanya terdapat pada tahun 2022 saja, sehingga membuat potensi memanipulasi lebih rendah daripada tahun lainnya. Sebab dengan kepemilikan saham oleh direktur pun juga dapat memberikan rasa kepemilikan secara psikologis sehingga membuat direktur lebih konservatif terhadap risiko (Tang and Chang, 2024).

Berdasarkan teori keagenan, perilaku oportunistis agen dalam melakukan manipulasi laba menurun apabila terdapat proses *auditing* dari pihak eksternal. Kualitas audit yang tinggi dapat mengurangi biaya agensi, menunjukkan bahwa audit yang berkualitas membantu mengurangi masalah agensi dengan mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan kredibilitas laporan keuangan (Samagaio and Felício, 2023; Sujana and Dharmawan, 2023). Meski begitu, menurut Pratiwi et al. (2022) dalam konteks BUMN di Indonesia, kualitas auditor tidak secara signifikan berdampak pada manipulasi aktivitas riil melalui arus kas abnormal, biaya produksi, atau biaya diskresioner. Hal ini menunjukkan bahwa bahkan dengan audit yang berkualitas tinggi, manajemen mungkin masih melakukan manipulasi, sebagaimana pada tahun 2018 di GIAA. Namun, risiko manipulasi lebih besar apabila proses audit bukan dari *Big Four* sebagaimana yang telah teruji oleh Astuti and Pangestu (2019) dan Harris and Williams (2020). Sedangkan pada seluruh tahun, GIAA telah di audit oleh *Big Four*.

Teori keagenan menyatakan bahwa manajer dapat memprioritaskan keuntungan pribadi di atas kepentingan pemegang saham, yang mengarah pada keputusan yang meningkatkan risiko *financial distress*. Hal ini termasuk penggunaan *leverage* yang berlebihan atau terlibat dalam proyek-proyek berisiko untuk meningkatkan keuntungan pribadi, yang dapat mengakibatkan kesulitan keuangan bagi perusahaan (Suteja, 2017). *Financial distress* dapat menyebabkan manajemen laba karena manajer berusaha memanipulasi hasil keuangan untuk menutupi kinerja yang buruk agar dapat memenuhi target atau harapan tertentu. Altman Z-Score yang dibawah 1.81 mengindikasikan bahwa perusahaan sedang dalam kondisi kesehatan keuangan yang sangat tidak baik (Altman, 2018). Pada GIAA, seluruh tahun mengalami kondisi *financial distress* dengan terburuk pada tahun 2022. Hal tersebut sangat berpotensi terjadi manipulasi laba dikarenakan kondisi perusahaan yang hampir bangkrut.

Analisis Beneish M-Score

Hasil perhitungan Beneish M-Score termuat dalam Tabel 4.

Tabel 4. Hasil Pengukuran Model Beneish GIAA

Tahun	Nilai M	Terindikasi Manipulasi?	Peringkat
2023	-2.00	Ya	2
2022	0.54	Ya	1
2018	-2.06	Ya	3
2017	-2.45	Tidak	4

Secara Beneish M-Score sebagaimana dalam Tabel 4, pada tahun 2018, GIAA telah terindikasi adanya manipulasi dalam laporan keuangan sebelum di revisi. Menunjukkan kemampuan Beneish M-Score untuk memberikan hasil yang akurat dan efektif dalam mengindikasikan fraud pada laporan keuangan dengan skor lebih dari -2.2, sebagaimana juga yang telah teruji pada penelitian terdahulu oleh Baig et al. (2018), Fernandes et al. (2021), dan Marais et al. (2023). Pada tahun 2023 dan 2022, berdasarkan hasil Beneish M-Score, kedua tahun terindikasi juga adanya manipulasi dalam laporan keuangan. Mengingat laba GIAA yang pada 2022 mengalami eskalasi masif sebesar USD 7.7 miliar, hal ini menjadi meragukan dikarenakan secara Beneish M-Score tahun 2022 pada peringkat pertama dengan score tertinggi daripada tahun lainnya, bahkan melebihi tahun 2018. Sedangkan pada tahun 2017, dalam laporan keuangan tidak dinyatakan adanya manipulasi. Berdasarkan laporan hasil audit pada tahun 2022, juga diakui adanya keraguan atas keberlanjutan usaha, dikarenakan adanya peningkatan pendapatan yang signifikan pada pendapatan penumpang dan pendapatan akibat dari restrukturisasi utang yang timbul dari keputusan homologasi terkait dengan PKPU grup sebesar USD 2.9 miliar. Maka isi dalam laporan keuangan ini masih diragukan, beserta juga bahwa historis GIAA yang kurang baik dikarenakan telah terlibat kasus *fraud* laporan keuangan tahun 2018 dan kasus korupsi pengadaan pesawat pada tahun 2011 – 2022.

Indikasi Berdasarkan *Corporate Governance* dan Beneish M-Score

Laporan keuangan GIAA terlihat adanya peningkatan yang abnormal pada tahun 2018, dimana telah terbukti adanya *fraud* untuk meningkatkan laba, dan tahun 2022 dikarenakan ada peningkatan laba yang juga sangat signifikan. Melalui tersebut, perlu dibandingkan antara tahun 2018 dan 2022 kembali dengan mempelajari permasalahan yang lalu. Secara keseluruhan, ditemukan bahwa kondisi *corporate governance* pada tahun 2018 lebih buruk daripada tahun lainnya, dengan perbedaan yang paling mencolok adalah *managerial ownership*, *board size*, *audit committee*, dan *CEO compensation*. Sehingga mengakibatkan perilaku oportunistis seorang agen untuk melakukan *fraud* sangat tinggi berdasarkan teori agensi sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya. Dengan tersebut *fraud* tahun 2018 disebabkan oleh konflik keagenan agar dapat menguntungkan dirinya dengan memanipulasi kinerja keuangan agar meningkat agar dapat memperoleh insentif dan menarik bagi investor. Sejalan juga secara Beneish M-Score nya yang menunjukkan juga bahwa dalam tahun tersebut ada indikasi manipulasi laporan keuangan. Dan hal tersebut terbukti bahwa GIAA telah melakukan *fraud* dalam laporan keuangan pada tahun 2018.

Pada tahun 2022, kondisi *corporate governance* tidak berbeda jauh dengan tahun 2018, tetapi pada tahun 2022 terdapat pertumbuhan laba yang sangat signifikan dari tahun 2021. Sehingga menimbulkan dugaan adanya manipulasi laba lagi seperti pada tahun 2018. Pada tahun 2022, kelemahan *corporate governance* terdapat pada *CEO compensation* yang tergolong rendah dibandingkan tahun lainnya beserta juga tekanan *financial distress* yang jauh lebih besar daripada tahun lainnya.

Sebagaimana dengan teori agensi, tekanan finansial ini dapat menjadi faktor utama agen untuk melakukan manipulasi agar dapat menutupi tersebut, sehingga agen dapat memperoleh insentif yang ditarget olehnya. Terlebih lagi juga adanya *stock options* yang diberikan hanya pada tahun ini, dimana agen berpotensi juga meningkatkan kinerja keuangan sementara untuk meningkatkan nilai saham yang dimilikinya dalam jangka pendek. Secara Beneish M-Score, tahun 2022 menduduki peringkat tertinggi indikasi atas manipulasinya. Maka peningkatan laba tersebut berpotensi dikarenakan aktivitas yang dilakukan oleh agen lagi seperti pada tahun 2018, dikarenakan *corporate governance* nya yang masih lemah seperti tahun 2018.

Sedangkan pada tahun 2023, *corporate governance* tidak berbeda jauh dengan tahun 2022, yang membedakannya hanya pada opsi saham dan peningkatan pada *CEO compensation*. Namun, Beneish M-Score tetap menunjukkan adanya indikasi manipulasi. Sedangkan yang tidak terindikasi manipulasi hanyalah pada tahun 2017, *corporate governance* pada tahun 2017 jauh lebih baik daripada tahun lainnya dikarenakan adanya *audit committee* dan *CEO compensation* yang lebih banyak dengan *financial distress* terendah juga.

Verifikasi Teori

Kasus *fraud* yang terjadi di GIAA merupakan sebuah contoh nyata yang menjelaskan bagaimana teori agensi bekerja dalam praktik, khususnya dalam konflik kepentingan antara direktur sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal. Permasalahan dari kasus *fraud* GIAA muncul ketika kepentingan direktur berbeda dengan kepentingan prinsipal dimana direktur ingin menampilkan kinerja keuangan yang baik melalui laporan keuangan agar terlihat sukses, memiliki reputasi yang bagus, dan mendapatkan bonus atau insentif. Di sisi lain, pemegang saham menginginkan informasi yang jujur dan transparan untuk membuat keputusan investasi yang rasional. Aspek asimetri informasi antara direktur dan pemegang saham juga memberikan direktur kekuasaan atas pelaporan keuangan dan berpotensi untuk menyembunyikan fakta tertentu yang tidak dapat diketahui oleh pemegang saham melalui laporan keuangan. Kasus *fraud* juga menyoroti dampak negatif dari *moral hazard* dimana direktur cenderung menyalahgunakan wewenang dan bersifat oportunistik karena adanya pengurangan pengawasan dari pemegang saham dalam bentuk mekanisme pengendalian yang lemah. Dengan ini hasil penelitian ini memverifikasi secara empiris teori keagenan dengan studi kasus GIAA.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis, efektivitas laporan keuangan sebagai alat pengambilan keputusan ekonomi masih menghadapi tantangan signifikan akibat adanya bias yang timbul dari perilaku agen, yang memperkuat relevansi teori agensi dalam konteks saat ini. Temuan pada laporan keuangan PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk atau GIAA pada tahun 2022 dan 2023 menunjukkan masih tingginya

risiko manipulasi, yang tercermin dari buruknya skor Beneish M-Score serta lemahnya penerapan tata kelola perusahaan. Jika dibandingkan dengan tahun 2018, tidak terdapat perbedaan mencolok dalam hal kondisi tata kelola maupun pola peningkatan pendapatan yang signifikan, Namun, justru ditemukan indikasi memburuknya kondisi *financial distress* pada tahun 2022. Sehingga pelaporan laporan keuangan pada tahun GIAA masih tergolong buruk dan berisiko dimanipulasi. Hal ini diperburuk oleh tekanan eksternal berupa sentimen negatif terkait praktik korupsi, yang semakin memperlemah kredibilitas informasi keuangan perusahaan. Efektivitas *monitoring* laporan keuangan dalam pasar modal oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) perlu ditingkatkan kembali agar dapat meyakinkan pelaporan keuangan yang lebih reliabel dan valid kredibilitasnya. Agar kasus seperti pada GIAA tidak terulang kembali ke depannya.

Penelitian ini memberikan manfaat praktis bagi beberapa pihak. Bagi investor, prinsip tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) menjadi salah satu aspek yang penting untuk dievaluasi sebelum melakukan investasi. Sebagai prinsipal, investor juga harus berpartisipasi aktif dalam pengambilan keputusan penting, khususnya untuk mengawasi pekerjaan yang dilakukan oleh direktur dengan memperkuat mekanisme pengendalian. Bagi manajemen, untuk menyusun sistem bonus dan laba sebaiknya menggunakan skema perhitungan berbasis kinerja atau saham supaya direktur lebih terfokus pada pencapaian target yang telah ditetapkan oleh prinsipal. Karena GIAA adalah salah satu BUMN terbesar di Indonesia, kasus *fraud* yang sering terjadi merupakan *signal* bagi regulator untuk memperkuat dan memperketat sistem pengawasan agar kepercayaan masyarakat dan investor terhadap perusahaan publik yang dikelola pemerintah tetap terjaga. Sedangkan implikasi dalam literatur, hasil penelitian ini memperkaya pembahasan buruknya *corporate governance* yang berpotensi pada terjadinya manipulasi laba berdasarkan *case study* GIAA. Berdasarkan temuan ini dapat digunakan sebagai metode evaluasi ke depannya untuk perusahaan lainnya yang serupa kondisinya.

Penelitian ini terbatas hingga tahun 2023 dikarenakan laporan tahun GIAA tahun 2024 belum rilis di saat waktu penelitian, sehingga peneliti tidak dapat memperoleh variabel *corporate governance*. Pada tahun 2024 secara laporan keuangan terindikasi juga adanya penurunan kinerja keuangan yang sangat signifikan, sehingga juga menarik untuk diuji kembali ke depannya di saat sudah terbit. Kami juga menyarankan untuk melakukan pendekatan *fraud triangle* yang bermanfaat untuk memahami dan mengidentifikasi potensi terjadinya kecurangan (*fraud*) dalam suatu organisasi. Aspek legitimasi dan peran pemerintahan serta koneksi politik juga menarik untuk dikaji lebih lanjut, dikarenakan GIAA adalah perusahaan maskapai nasional termuka sehingga untuk memperoleh legitimasi berpotensi lebih mudah.

DAFTAR PUSTAKA

- Achmad, T., Ghozali, I., Pamungkas, I. (2024). Detecting Fraudulent Financial Statements with Analysis Fraud Hexagon: Evidence from State-Owned Enterprises Indonesia. *Wseas Transactions On Business And Economics*, 21, 2314-2323. <https://doi.org/10.37394/23207.2024.21.190>
- Afzali, M. (2023). Corporate Culture and Financial Statement Comparability. *Advances in Accounting*, 60, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2022.100640>
- Al-Faryan, M. A. S. (2024). Agency Theory, Corporate Governance and Corruption: An Integrative Literature Review Approach. *Cogent Social Sciences*, 10(1), 1–30. <https://doi.org/10.1080/23311886.2024.2337893>
- Alkausar, B., Kawakibi, F. B., Lasmana, M. S. (2021). Corporate Governance and Tax Aggressiveness: Agency Theory Relationship. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 11(1), 138-149. <https://doi.org/10.22219/jrak.v11i1.15610>
- Alodat, A. Y., Salleh, Z., & Hashim, H. A. (2023). Corporate Governance and Sustainability Disclosure: Evidence from Jordan. *Corporate Governance (Bingley)*, 23(3), 587–606. <https://doi.org/10.1108/cg-04-2022-0162>
- Altman, E. I. (2018). A Fifty-Year Retrospective on Credit Risk Models, the Altman Z-Score Family of Models and Their Applications to Financial Markets and Managerial Strategies. *Journal of Credit Risk*, 14(4), 1-34. <https://doi.org/10.21314/jcr.2018.243>
- Alves, S. (2023). CEO Duality, Earnings Quality and Board Independence. *Journal of Financial Reporting And Accounting*, 21(2), 217-231. <https://doi.org/10.1108/jfra-07-2020-0191>
- Astuti, C. D., & Pangestu, N. (2019). Kualitas Audit, Karakteristik Perusahaan dan Manajemen Laba Riil. *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*, 19(2), 191-208. <https://doi.org/10.25105/mraai.v19i2.5442>
- Aviantara, R. (2023). Scoring the Financial Distress and the Financial Statement Fraud of Garuda Indonesia with «DDCC» as the Financial Solutions. *Journal Of Modelling In Management* 18, 1–16. <https://doi.org/10.1108/jm2-01-2020-0017>
- Babuska, E.W. (2021). Financial Statements as the Basis for the Systematics of Risks in the Accounting Area. *Journal of Accounting and Auditing Research & Practice*. <https://doi.org/10.5171/2021.420535>
- Baig, A., Delisle, J., Zaynutdinova, G.R. (2018). Passive Ownership and Earnings Manipulation. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3101874>

- Basmar, N. A., Ruslan (2021). Analisis Perbandingan Model Beneish M Score Dan Fraud Score Dalam Mendeteksi Kecurangan Laporan Keuangan. *Seiko: Journal Of Management & Business*, 4(2), 428-440.
- Bendig, D., Schulz, C., Möhwald, M., Pollok, P. (2025). Fear the Loss or Welcome the Gains? How Stock Options Influence CEO Risk-Taking in Corporate Cleantech Investments. *Journal of Business Venturing*, 40(2), 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2024.106471>
- Beneish, M. (1999). The Detection of Earnings Manipulation. *Financial Analysts Journal*, 55, 24–36. <https://doi.org/10.2469/faj.v55.n5.2296>
- Beneish, M. D., Press, E., Vargus, M. E. (2012). Insider Trading and Earnings Management in Distressed Firms. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 191-220. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01084.x>
- Blanco, B., Dhole, S., Gul, F. A. (2023). Financial Statement Comparability and Accounting Fraud. *Journal of Business Finance and Accounting*, 50. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12652>
- Chen, C., Wang, D., & Wang, B. (2023). Interface Between Context and Theory: The Application and Development of Agency Theory in the Chinese Context. *International Journal Of Emerging Markets*, 18(1), 45–63. <https://doi.org/10.1108/ijoem-06-2019-0433>
- Du Toit, E. (2024). The Red Flags of Financial Statement Fraud: A Case Study. *Journal of Financial Crime*, 31(2), 311-321. <https://doi.org/10.1108/jfc-02-2023-0028>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://www.jstor.org/stable/258191>
- Ellili, N. O. D. (2022). Impact of ESG Disclosure and Financial Reporting Quality on Investment Efficiency. *Corporate Governance (Bingley)*, 22(5), 1094–1111. <https://doi.org/10.1108/cg-06-2021-0209>
- Fernandes, S., Laureano, R. M. S., Abrantes, C., Laureano, L. M. S. (2021). Earnings Management Detection and its Impact on European Funds: A Data Analytics Approach. *Iberian Conference On Information Systems And Technologies, Cisti*. <https://doi.org/10.23919/cisti52073.2021.9476453>
- Githaiga, P. N., Kabete, P. M., Bonareri, T. C. (2022). Board Characteristics and Earnings Management. Does Firm Size Matter? *Cogent Business And Management*, 9(1), 1-16. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2088573>
- Gupta, M., Aggarwal, P. K., Gupta, R. (2024). Revitalizing the Forensic Accounting: An Exploratory Study on Mitigating the Financial Risk Using Data Analytics.

International Journal Of Experimental Research And Review, 41, 227-238.
<https://doi.org/10.52756/ijerr.2024.v41spl.019>

Gwala, R. S., Mashau, P. (2023). Tracing the Evolution of Agency Theory in Corporate Governance, *Governance As A Catalyst For Public Sector Sustainability*.
<https://doi.org/10.4018/978-1-6684-6966-8.ch013>

Harris, M. K., Williams, L. T. (2020). Audit Quality Indicators: Perspectives from Non-Big Four Audit Firms and Small Company Audit Committees. *Advances in Accounting*, 50, 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2020.100485>

Huang, S., Du, P., & Hong, Y. (2024). Can State-Owned Equity Participation Improve a Company's Environmental, Social and Governance Performance? Evidence Collected From China. *Sustainability Accounting, Management And Policy Journal*, 16(1), 229–261. <https://doi.org/10.1108/sampj-05-2023-0284>

Imen, F., & Anis, J. (2021). The Moderating Role of Audit Quality on the Relationship Between Auditor Reporting and Earnings Management: Empirical Evidence from Tunisia. *Euromed Journal Of Business*, 16(4), 416–430. <https://doi.org/10.1108/emjb-03-2020-0024>

Jahja, N.J., Mohammed, N.F., Lokman, N. (2023). Corruption Cases in Relation to State-Owned Enterprise in Indonesia, *Proceedings Of The International Conference In Technology, Humanities And Management (Icthm 2023)*, Turkey. <https://doi.org/10.15405/epsbs.2023.11.46>

Jensen, M. C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34(1), 5–19.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*, 3, 305–360.

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)

Jiraporn, P., Jumreornvong, S., Jiraporn, N., Singh, S. (2016). How Do Independent Directors View Powerful Ceos? Evidence from a Quasi-Natural Experiment. *Finance Research Letters*, 16, 268-274. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.12.008>

Setiawan, J. (2021). Analisis Metode Pendeteksian Fraud Financial Statement: Literatur Review. *Jurnal Wahana Akuntansi*, 16(2), 153-174. <https://doi.org/10.21009/wahana.16.022>

- Juwono, S., & Mayangsari, S. (2022). Pengaruh Koneksi Politik, Kepemilikan Keluarga Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Pengungkapan CSR Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Trisakti*, 9(1), 1-26. <https://doi.org/10.25105/jat.v9i1.10357>
- Kabir, Md. H., & Saha, S. (2025). Impact of Behavioral Biases on Investor's Decision. *Global Business and Economics Review*, (32)1, . <https://doi.org/10.1504/gber.2025.10059528>
- Khan, I. A., Abro, A. H., Leghari, F. A. (2021). Investor Protection and Agency Theory in Corporate Governance in Pakistan. *Progressive Research Journal Of Arts & Humanities (Prjah)*, 3. <https://doi.org/10.51872/prjah.vol3.iss1.79>
- Mahrani, M., & Soewarno, N. (2018). The Effect of Good Corporate Governance Mechanism and Corporate Social Responsibility on Financial Performance with Earnings Management as Mediating Variable. *Asian Journal Of Accounting Research*, 3(1), 41–60. <https://doi.org/10.1108/ajar-06-2018-0008>
- Maniatis, A. (2022). Detecting the Probability of Financial Fraud Due to Earnings Manipulation in Companies Listed in Athens Stock Exchange Market. *Journal of Financial Crime*, 29(2), 603-619. <https://doi.org/10.1108/jfc-04-2021-0083>
- Marais, A., Vermaak, C., Shewell, P. (2023). Predicting Financial Statement Manipulation in South Africa: A Comparison of the Beneish and Dechow Models. *Cogent Economics And Finance*, 11, 1-33. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2190215>
- Narsa, N. P. D.R. H., Afifa, L. M. E., & Wardhaningrum, O. A. (2023). Fraud Triangle and Earnings Management Based on the Modified M-Score: A Study on Manufacturing Company in Indonesia. *Heliyon*, 9(2), 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e13649>
- Patmawati, P., & Rahmawati, M. (2023). Deteksi Financial Statement Fraud : Model Beneish M-Score, Dan Model F-Score. *E-Jurnal Akuntansi*, 33. <https://doi.org/10.24843/eja.2023.v33.i01.p03>
- Patterson, E., Smith, J., & Tiras, S. (2024). The Effects and Potential Benefits of Audit Committee Oversight in a Strategic Setting. *Contemporary Accounting Research*, 41, 2013-2040. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12964>
- Piuaru, B. A., Tescașiu, B., Epuran, G., Mosora, M. H., & Ivasciuc, I. S. (2024). Information Asymmetry in the European Funds Market: Impact on Resource Allocation and Sustainable Development. *Sustainability (Switzerland)*, 16(24), 1–30. <https://doi.org/10.3390/su162411101>

- Pramana, Y., & Hermawan, A.W. (2022). The Urgency of Agency Theory in Minimizing Financial Fraud: A Case Study in the Construction Industry. *The Scientia Journal Of Economics*, 1
- Pratiwi, C.N., Burhanudin, B., Gozali, E.O.D., & Hamzah, R.S. (2022). Auditor Quality And Real Earning Management of State-Owned Enterprises in Indonesia. *Journal Of Innovations And Sustainability*, 6(3), .
<https://doi.org/10.51599/Is.2022.06.03.02>
- Purwanda, E., & Yuniarti, K. (2022). Pengujian Dampak Rasio Altman, DER, dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Harga Saham Perusahaan Sektor Pertambangan Di Bursa Efek Indonesia. *Star* 11, 56.
<https://doi.org/10.55916/Jsar.V11i2.55>
- Renz, F .M., Vogel, J. U. N. (2023). More than Just Agents: The Role of Executives' Psychological Ownership in Aligning Interests of Principals And Agents. *Managerial Finance*, 49. <https://doi.org/10.1108/Mf-09-2021-0437>
- Riyono, K. M. (2024). Indication Of Obligation Avoidance by PT. Lippo Cikarang Tbk. to Increase Company Profits. *Journal of Accounting, Entrepreneurship and Financial Technology (JAEF)*, 5(2), 139-158.
<https://doi.org/10.37715/jaef.v5i2.4632>
- Riyono, K. M. (2025). Evaluasi Longitudinal Faktor Fundamental untuk Keberlanjutan Kesehatan Keuangan Entitas. *Media Akuntansi dan Perpajakan Indonesia*, 6(2), 195–232. <https://doi.org/10.37715/mapi.v6i2.5650>
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134–139.
- Samagaio, A., Felício, T. (2023). The Determinants Of Internal Audit Quality. *European Journal Of Management And Business Economics*, 32.
<https://doi.org/10.1108/ejmbe-06-2022-0193>
- Sari, I. P., (2021). Penerapan Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Institusi Politeknik Ganesha*, 4(1), 90-97.
<https://doi.org/10.33395/juripol.V4i1.10987>
- Senjaya, K., Budiarta, I. K., (2022). Opini Audit Sebelumnya, Financial Distress, Auditor Switching dan Opini Audit Going Concern. *E-Jurnal Akuntansi*, 32(1), 198-208. <https://doi.org/10.24843/eja.2022.v32.i01.p14>
- Shahwan, Y., & Almubaydeen, T. H., (2020). Effects of Board Size, Board Composition and Dividend Policy on Real Earnings Management in the Jordanian Listed Industrial Firms. *International Journal Of Financial Research*, 11(4), 195-202.
<https://doi.org/10.5430/Ijfr.V11N4P195>

- Shapiro, S. P. (2005). Agency Theory. *Annual Review of Sociology*, 31, 263–284. <https://doi.org/10.1146/annurev.soc.31.041304.122159>
- Siregar, M. I., Saggaf, H. A., Sulbahri, R. A., Arifin, M. A., Hidayat, M., & Arifin, F. (2020). Financial Performance of PT. Garuda Indonesia Tbk Period 2018-2019. *Jurnal Akuntansi, Keuangan, Dan Manajemen*, 1(4), 315–324. <https://doi.org/10.35912/Jakman.V1I4.94>
- Sujana, E., Dharmawan, N. A. S. (2023). Audit Quality Improvement and the Role of Risk: Audit as a Moderator. *Australasian Accounting, Business And Finance Journal*, 17(4), 223-238. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v17i4.14>
- Supardi, S., Ashari, S., Setyapurnama, Y. S., & Djasmanuddin, D. (2022). Praktik Real Earning Management, Corporate Governance dan Nilai Perusahaan: Bukti pada Industri Manufaktur Di Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi*, 32(4), 845-858. <https://doi.org/10.24843/Eja.2022.V32.I04.P02>
- Suteja, J. (2017). Financial and Non-Financial Policies: An Examining of Agency Theory. *International Journal Of Applied Business And Economic Research*, 15.
- Talawar, N. (2022). Agency Theory Of Corporate Governance. Pleadars.
- Tang, H. W., Chang, C. C. (2024). CEO Overconfidence, Risk-Taking, and Firm Value: Influence of Incentive Compensation and Financial Constraints. *North American Journal Of Economics And Finance*, 69. <https://doi.org/10.1016/J.Najef.2023.102034>
- Taufik, A., Suhartono, S., Mangesti, Y. A., & Setyorini, E. H. (2023). Criminal Accountability of State Owned Enterprises in Criminal Acts of Corruption. *Technium Social Sciences Journal*, 44(1), 724-729. <https://doi.org/10.47577/Tssj.V44I1.8968>
- Tienken, C., Classen, M., & Friedli, T. (2023). Engaging the Sales Force in Digital Solution Selling: How Sales Control Systems Resolve Agency Problems to Create and Capture Superior Value. *European Journal Of Marketing*, 57(3), 794–833. <https://doi.org/10.1108/ejm-11-2021-0918>
- Tradingview. (2025). PT Garuda Indonesia Tbk Tren Harga Saham. <https://id.tradingview.com/chart/Q0Sh1Wju/?Symbol=Idx%3Agiaa>
- Tuán, N.V. (2021). Mainstream Theories of Corporate Governance and the Corporate Governance – Firm Performance Relationship. *Science & Technology Development Journal - Economics - Law And Management*, 5(3), 1638-1647. <https://doi.org/10.32508/Stdjelm.V5I3.781>
- Umar, I., Darwis, H., & Ansar, R. (2019). Pengaruh Good Corporate Governance dan Koneksi Politik Terhadap Penghindaran Pajak pada Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jeamm*, 1.

- Verhezen, P., Mandt, T., Albers, S., & Dewulf, W. (2025). Corporate Governance of State-Owned Airlines in Southeast Asia: The Gloomy Case of Garuda Indonesia". *Research Handbook On Air Transport Leadership And Governance*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9781803926988.00014>
- Waheed, A., Hussain, S., Hanif, H., Mahmood, H., & Malik, Q. A. (2021). Corporate Social Responsibility And Firm Performance: The Moderation Of Investment Horizon And Corporate Governance. *Cogent Business And Management*, 8. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1938349>
- Wahidahwati, W., & Asyik, N. F. (2022). Determinants of Auditors Ability in Fraud Detection. *Cogent Business And Management*, 9, 1-20. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2130165>
- Wardani, M., Putri, C., & Bukti, R. (2023). Ethical Business Implementation of Corporate Governance: Good Corporate Reputation. *Journal Of Entrepreneurship*, 2(4), 41-52. <https://doi.org/10.56943/joe.V2I4.436>
- Wardoyo, D. U., Rahmadani, R., Hanggoro, P. T. (2021). Good Corporate Governance dalam Perspektif Teori Keagenan. *Ekoma: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi*, 1(1), 39-43. <https://doi.org/10.56799/ekoma.V1I1.25>
- Wicaksono, A. (2024, Juni 27). Emirsyah Satar Dituntut 8 Tahun Bui di Kasus Korupsi Pesawat Garuda. CNN Indonesia. Retrieved 24 April, 2024, from: <https://www.cnnindonesia.com/nasional/20240627171152-12-1114994/emirsyah-satar-dituntut-8-tahun-bui-di-kasus-korupsi-pesawat-garuda/amp>
- Wong, W., Sinnandavar, C., & Soh, K. (2020). The Relationship Between Supply Environment, Supply Chain Integration and Operational Performance: The Role of Business Process in Curbing Opportunistic Behaviour. *International Journal Of Production Economics*, 232, . <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2020.107966>.
- Yadav, A. S., & Yadav, I. S. (2024). Debt Maturity, Governance and Investment Efficiency: New Evidence from Emerging Market. *Asian Review Of Accounting*, 33(1), 132–162. <https://doi.org/10.1108/ara-02-2024-0053>
- Yang, S. (2023). Long-Term Business Sustainability Through Corporate Governance. *Advances In Economics, Management And Political Sciences*, 19, 255-262. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/19/20230146>
- Yoro, M. (2024). Impact of Financial Reporting Transparency on Investor Decision-Making. *American Journal Of Accounting*, 6(1), 25-36. <https://doi.org/10.47672/ajacc.1785>

Zenzerović, R., & Šajrih, J. (2023). Financial Statements Fraud Identifiers. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 36(3), 1-13. <https://doi.org/10.1080/1331677x.2023.2218916>

Zulkarnain, I., Riyanti, Ali, S., & Angelina, E. (2023). Impact of Corporate Ownership Control Against Company Value. *Penanomics: International Journal Of Economics*, 2(1), 71-82. <https://doi.org/10.56107/penanomics.V2I1.97>