

**ANALISIS PENGARUH KEBIJAKAN UTANG,
KEPEMILIKAN SAHAM PUBLIK, RISIKO
KEBANGKRUTAN TERHADAP BIAYA AGENCY**

Diah Anugrah Sharasanti

Program Studi Akuntansi Politeknik Ubaya
Jalan Ngagel Jaya Selatan 169, Surabaya

ABSTRACT

Financial management strategic decision that can not be ignored is the decision regarding the dividend policy, investment, and financing, are closely associated with the company's goal is to optimize the value of the company. However, the goals are often not carried out in connection with the separation of the functions of ownership and management functions of the company, which makes the manager to act independently and not in line with company objectives. Conflicts over the source of the problem that causes the cost of the agency (agency cost), ie all costs incurred to carry out surveillance (monitoring) on the performance of managers. The research objective was to determine whether the debt ratio, managerial ownership, and earnings volatility significantly affect the cost of agency. Results showed that the ratio of debt, stock ownership by top managers, and earnings volatility significantly not affect the cost of agency.

ABSTRAK

Keputusan strategis manajemen keuangan yang tidak dapat diabaikan adalah keputusan mengenai kebijakan dividen, investasi, dan pembiayaan-pembiayaan yang terkait erat dengan tujuan perusahaan yaitu optimalisasi nilai perusahaan. Namun tujuan tersebut sering tidak terlaksana sehubungan dengan adanya pemisahan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan perusahaan, yang membuat manajer bertindak bebas dan tidak sejalan dengan tujuan perusahaan. Konflik-konflik diatas merupakan sumber masalah yang menyebabkan timbulnya biaya keagenan (*agency cost*), yaitu semua biaya yang dikeluarkan untuk melaksanakan pengawasan (*monitoring*) terhadap kinerja para manajer. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui apakah rasio utang, kepemilikan saham oleh manajer puncak, dan *earning volatility* secara signifikan berpengaruh terhadap biaya *agency*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio utang, kepemilikan saham oleh manajer puncak, dan *earning volatility* secara signifikan tidak berpengaruh terhadap biaya *agency*.

Keywords: *debt ratio, managerial ownership, agency cost.*

PENDAHULUAN

Keputusan strategis manajemen keuangan yang tidak dapat diabaikan adalah keputusan mengenai kebijakan dividen, investasi, dan pembiayaan-pembiayaan yang terkait erat dengan tujuan perusahaan yaitu optimalisasi nilai perusahaan. Namun pada prakteknya, tujuan tersebut sering tidak terlaksana sehubungan dengan adanya masalah keagenan, yaitu permasalahan yang terjadi karena dipisahkannya fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan perusahaan, sehingga membuat manajer bertindak bebas dan sering apa yang dilakukan sudah tidak sejalan dengan tujuan perusahaan.

Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik (Jensen and Meckling, 1976). Mereka mengidentifikasi dua jenis konflik, yaitu: (1) konflik antara pemegang saham dan manajer, terjadi karena manajer memegang kurang dari 100% atas kepemilikan saham perusahaan, sehingga mereka tidak memperoleh keuntungan tetapi harus menanggung biaya dari seluruh aktivitas-aktivitas peningkatan profit; (2) konflik antara pemegang utang dan pemegang ekuitas, terjadi karena kontrak utang akan mendorong pemegang ekuitas untuk berinvestasi kurang optimal.

Konflik-konflik di atas merupakan sumber masalah bagi pemilik perusahaan, sehingga untuk menjamin bahwa manajer akan bertindak atas dasar keputusan terbaik bagi semua pihak, akan timbul biaya-biaya tersendiri yang disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*), yaitu semua biaya yang dikeluarkan untuk melaksanakan pengawasan (*monitoring*) terhadap kinerja para manajer.

Peneliti-peneliti sebelumnya yang meneliti tentang biaya *agency* telah menemukan bukti bahwa tingginya biaya ini akan mengakibatkan turunnya nilai perusahaan, dan berakibat buruk bagi para pemegang saham. Penelitian-penelitian tersebut mengemukakan bahwa terdapat beberapa alternatif yang bisa digunakan untuk mengurangi biaya *agency*: (1) Meningkatkan kepemilikan saham manajer, sehingga manajer dapat merasakan manfaat secara langsung dari keputusan yang diambil (Jensen and Meckling, 1976). (2) Meningkatkan *dividend payout ratio*, sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* di perusahaan. Leland and Pyle (1977), Ross (1977), dan Easterbrook (1984) dalam Jensen et al. (1992) menyatakan bahwa untuk mengurangi biaya *agency*, diperlukan adanya pembayaran dividen. Akan tetapi, pembayaran dividen ini akan berpengaruh pada kebijakan pendanaan perusahaan, karena pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* perusahaan. Sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan dipaksa untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan. (3) Meningkatkan pendanaan dengan utang, peningkatan pendanaan dengan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dan manajemen, karena utang menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan (Jensen, 1986). Keberadaan *cash flow* yang terlalu banyak akan mengakibatkan kekeliruan perilaku para manajer dan keputusan-keputusan yang salah, dalam arti tidak sepenuhnya mencerminkan kepentingan para pemilik saham. *Cash flow* tersebut akan dipertahankan oleh para manajer, dan akan digunakan untuk

melakukan investasi-investasi lain. Dengan adanya utang, manajemen akan bertindak sangat hati-hati, dan akan mendorong mereka untuk bekerja lebih efisien. Tindakan ini akan mengurangi konflik *agency* yang terjadi karena pemilik perusahaan akan meningkatkan pengawasannya terhadap tim manajemennya. Penelitian oleh Garvey (1992) mengenai seberapa besar pengaruh utang dan kepemilikan manajerial bisa mengurangi *agency cost* dari *free cash flow*, menemukan bahwa semakin tinggi jumlah pendanaan dengan utang dan jumlah kepemilikan saham oleh manajer, akan semakin tinggi pula *agency cost* yang akan ditanggung oleh pemegang saham. Dalam kondisi normal, utang dan kepemilikan saham merupakan alat yang komplementer untuk memotivasi manajer membatalkan investasi dengan NPV negatif. (4) Investor institusi sebagai *monitoring agent*. Distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Bathala et al. (1994) menguji hubungan antara struktur kepemilikan institusional, *debt ratio*, dan kepemilikan manajerial. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio* dan kepemilikan manajerial. Moh'd et al. (1998) menemukan bahwa struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa distribusi kepemilikan modal merupakan faktor terpenting di dalam menjelaskan bentuk struktur modal, yaitu sebagai kontrol terhadap para manajer yang menurunkan tingkat

utang untuk menimbun kekayaan mereka sendiri.

Uraian diatas menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan hutang dapat mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan dengan mengurangi *agency cost*. Kepemilikan saham manajer dapat menyelaraskan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham, sedangkan utang dan alat-alat *monitoring* yang terkait merupakan mekanisme penting untuk mengontrol perilaku manajer dan mengurangi masalah-masalah *agency* dalam perusahaan. Jensen et al. (1992) menyatakan bahwa antara utang dan struktur kepemilikan mempunyai hubungan yang saling terkait. Hubungan tersebut tidak hanya bersifat langsung, tetapi juga dipengaruhi oleh variabel-variabel operasional perusahaan seperti risiko bisnis, total risiko, keunikan produk, serta dividen, yang merupakan determinan dari utang dan struktur kepemilikan. Menurut teori *agency*, perusahaan dapat mengurangi masalah-masalah keagenannya dengan mengoptimalkan penggunaan dari kebijakan-kebijakan tersebut beserta variabel-variabel determinannya secara bersama-sama.

Berdasarkan uraian di atas, penelitian ini akan meneliti mengenai keterkaitan di antara mekanisme-mekanisme tersebut, beserta variabel-variabel yang mempengaruhinya pada perusahaan-perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, karena struktur kepemilikan yang sudah dijual ke publik.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Struktur Modal

Struktur modal merupakan kombinasi atau bauran seluruh sumber

pendanaan jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan. Tujuan pokok manajemen struktur modal adalah menciptakan suatu kombinasi sumber dana permanen yang sedemikian rupa, sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan dengan cara memaksimalkan harga saham perusahaan. Nilai perusahaan adalah sama dengan nilai pasar saham ditambah dengan nilai pasar utang (Clarke et al., 1990).

Apabila besarnya nilai utang konstan, maka setiap peningkatan nilai saham akan meningkatkan nilai perusahaan, dan apabila nilai utang berubah, maka struktur modal akan ikut berubah juga. Perubahan struktur modal akan menguntungkan bagi pemegang saham, jika nilai perusahaan meningkat (Ross et al., 1996). Namun, permasalahannya adalah bagaimana menyeimbangkan sumber-sumber dana yang harus dimanfaatkan seoptimal mungkin (Martin et al., 1999). Menurut Weston dan Copeland (1997), struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan cara menggunakan metode *balance sheet*. Dengan metode *balance sheet* tersebut, struktur modal mencerminkan bagaimana aktiva-aktiva perusahaan dibiayai, yang ditunjukkan melalui keseluruhan pasiva mereka.

Pada umumnya, perusahaan menginginkan adanya keseimbangan antara risiko, dan besarnya tingkat pengembalian yang diharapkan, sehingga dibutuhkan target dari struktur modal yang dimiliki. Target ini selalu berubah sepanjang waktu menurut kondisi yang ada, misalnya bila diketahui rasio utang aktual ternyata di bawah rasio yang telah ditargetkan, maka pengembangan usaha perusahaan akan dibiayai dengan utang, namun jika sebaliknya, maka perusahaan

akan menjual sahamnya. Beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah: struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, keuntungan, kondisi pasar.

Teori Agency

Hubungan *agency* merupakan suatu kontrak di mana di dalamnya terdapat satu orang atau lebih sebagai investor (*principal*) yang melibatkan orang lain (*agent*) untuk bertindak atas nama pemberi wewenang dan memberikan kekuasaan dalam pengambilan keputusan. Pemisahan kepemilikan tersebut, seringkali dianjurkan dalam dunia bisnis, sehingga menciptakan efisiensi dalam produksi dan meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin melalui tingginya harga saham.

Dalam perusahaan, pihak yang mewakili para pemegang saham di dalam mengambil keputusan disebut sebagai dewan komisaris dan dewan direksi. Tugas dan tanggung jawab mereka yang paling utama adalah menyangkut keputusan tentang jenis investasi yang dilakukan, cara pembiayaan proyeknya, dan cara pengelolaan yang paling efektif atas sumber daya yang ada. Beberapa kegiatan yang menyangkut hal ini adalah peramalan dan perencanaan, keputusan besar dalam investasi dan pembiayaan, pengkoordinasian dan pengendalian, serta interaksi dengan pasar modal (Weston dan Brigham, 1994).

Sedangkan pemilik perusahaan akan melakukan pengawasan terhadap perilaku manajernya yang diwakilkan melalui dewan komisaris. Akan tetapi, apabila kedua belah pihak mempunyai tujuan untuk memaksimalkan utilitas masing-masing, maka ada alasan bahwa manajer akan tidak selalu bertindak

demi kepentingan pemilik perusahaan (Jensen and Meckling, 1976). Perbedaan kepentingan tersebut merupakan konflik yang disebut dengan *agency problem*, dan dapat dibatasi dengan cara memberi insentif yang memadai dan mengawasi keputusan-keputusan mereka. Biaya-biaya tersebut merupakan biaya keagenan (*agency cost*), dan dapat dibedakan menjadi dua jenis, yaitu: *agency cost* ekuitas luar dan *agency cost* utang (Jensen and Meckling, 1976).

Hubungan antara Agency Cost, Struktur Modal, dan Nilai Perusahaan

Sumber pendanaan perusahaan berasal dari ekuitas dan utang, yang disebut sebagai komposisi struktur modal. Penggunaan sumber dana utang menimbulkan beban bunga yang dapat menghemat pajak. Artinya beban bunga dapat dikurangkan dari pendapatan, sehingga laba sebelum pajak menjadi lebih kecil dan akibatnya pajak semakin kecil (Fachrudin, 2011).

Beberapa penelitian menemukan bahwa antara *agency cost* dan utang terdapat hubungan kausalitas. Menurut Jensen and Meckling (1976) penggunaan utang dalam komposisi struktur modal dapat mencegah terjadinya pengeluaran perusahaan yang tidak penting dan mendorong para manajer untuk bekerja lebih efisien, sehingga biaya *agency* dapat dikurangi. Namun di lain pihak, Bernanke (1999) dalam Martin et al. (1999) menyatakan bahwa penggunaan utang tidak selalu memacu efisiensi dan dapat diketahui ketika perusahaan tersebut mengalami kerugian dan kesulitan keuangan. Jensen and Meckling (1976) mengemukakan bahwa struktur modal yang optimal dapat dicari dengan

mencari titik temu (*trade off*) antara *agency cost* dari utang dengan manfaat utang itu sendiri.

HIPOTESIS PENELITIAN

Hipotesis yang diajukan pada penelitian ini adalah:

1. Hipotesis pertama (H1):
Utang berpengaruh *significant* terhadap *agency cost*.
2. Hipotesis kedua (H2):
Kepemilikan manajer berpengaruh *significant* terhadap *agency cost*.
3. Hipotesis ketiga (H3):
Earning volatility berpengaruh *significant* terhadap *agency cost*.

METODE PENELITIAN

Variabel penelitian

1. Variabel endogen

Variabel endogen adalah variabel yang nilainya ditentukan dalam model, sebagai akibat adanya hubungan antar variabel. Variabel endogen dalam penelitian ini adalah *agency cost* yang dihitung dengan rumus:

$$\frac{\text{Discretionary Expense}}{\text{Penjualan Bersih}}$$

Discretionary expense merupakan beban yang dikeluarkan berdasarkan kebijakan seorang manajer, yang meliputi biaya operasional, biaya non operasional, biaya bunga, biaya gaji dan upah (Lin, 2006).

2. Variabel eksogen

Variabel eksogen adalah variabel yang nilainya ditentukan di luar model. Variabel eksogen dalam penelitian ini adalah :

a) Debt ratio (rasio utang)

Merupakan rasio untuk mengukur berapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang. Rasio ini menu-

rut Syamsudin (1985) dapat dihitung dengan rumus:

$$\frac{\text{TOTAL UTANG}}{\text{TOTAL ASET}}$$

b) Manajerial Ownership (kepemilikan saham oleh publik)

Merupakan persentase kepemilikan saham yang dikuasai oleh publik.

c) Volatilitas Laba (EARNVOL)

Merupakan variabel yang digunakan untuk mengukur potensi kebangkrutan perusahaan. Volatilitas laba menurut Bathala et al. (1994) dapat dihitung dengan rumus seperti berikut ini:

$$\frac{\text{EARNINGS BEFORE INTEREST AND TAXES}}{\text{TOTAL ASET}}$$

Model analisis

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda, dengan model persamaan:

$$Y = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + U$$

di mana:

Y : *agency cost*

α : konstanta

x1 : *debt ratio*

x2 : kepemilikan manajerial

x3 : risiko kebangkrutan

a. Pegujian hipotesis

Pengujian hipotesis secara parsial

Pengujian hipotesis mengenai pengaruh variabel-variabel penjelas terhadap variabel endogen secara parsial digunakan dengan menggunakan uji t statistik. Tahap-tahap pengujian ini adalah:

1. Merumuskan hipotesis

H0 : $\beta_i = 0$, artinya tidak ada pengaruh signifikan dari variabel-variabel penjelas terhadap variabel endogen secara individu.

H0 : $\beta_i \neq 0$, artinya ada pengaruh signifikan dari variabel-variabel penjelas terhadap variabel endogen secara individu.

2. Menetapkan tingkat signifikan (α)

Dengan membandingkan t hitung dengan t tabel.

$$t \text{ hitung} = \beta_i / Se \beta_i$$

di mana :

β_i = koefisien regresi

Se β_i = standar error koefisien regresi

Sedangkan t tabel ditentukan dengan menentukan tingkat signifikan sebesar 5%, $df=(n-k-1)$, sehingga:

t hitung > t tabel, H0 akan ditolak, dan H1 diterima, berpengaruh signifikan
t hitung < t tabel, H0 akan diterima, dan H1 ditolak, tidak berpengaruh signifikan.

Pengujian hipotesis secara simultan

Pengujian hipotesis mengenai pengaruh variabel-variabel penjelas terhadap variabel endogen secara simultan digunakan dengan menggunakan uji statistik F. Tahap-tahap pengujian ini adalah :

1. Merumuskan hipotesis

H0 : $\beta_i = 0$, artinya tidak ada pengaruh signifikan dari variabel-variabel penjelas terhadap variabel endogen secara simultan.

H0 : $\beta_i \neq 0$, artinya ada pengaruh signifikan dari variabel-variabel penjelas terhadap variabel secara simultan.

2. Menetapkan tingkat signifikan (α)

Dengan membandingkan F hitung dengan F tabel.

$$F \text{ hitung} = \frac{R^2 / k}{(1-R^2) / (n-k)}$$

di mana :

R^2 = R square

n = banyaknya data

k = banyaknya variabel independen

Sedangkan F tabel ditentukan dengan menentukan tingkat signifikan sebesar 5%, $df = (n-k-1)$, sehingga:

F hitung > F tabel, H₀ akan ditolak, dan H₁ diterima, berpengaruh signifikan.

F hitung < F tabel, H₀ akan diterima, dan H₁ ditolak, tidak berpengaruh signifikan.

PEMBAHASAN

Hasil Analisa Data

Dari hasil analisis regresi linier berganda, diketahui bahwa nilai F_{hitung} menunjukkan nilai sebesar 1,164 (signifikan – F = 0,339). Jadi F_{hitung} > F_{tabel} (1,513 > 0,222), atau signifikan pada $\alpha = 5\%$ (0,00001 < 0,05). Hasil ini mempunyai arti bahwa secara simultan variabel-variabel eksogen berpengaruh terhadap variabel endogen.

Analisis Pengujian Secara Parsial

Hipotesis pertama menduga bahwa utang berpengaruh *significant* terhadap *agency cost*. Hasil pengujian hipotesis pertama akan disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 1
Pengujian Hipotesis Utang
Berpengaruh Terhadap *Agency Cost*

Hipotesis	Koefisien Regresi	T Statistik	Significant T	Keterangan
Diduga utang berpengaruh <i>significant</i> terhadap <i>agency cost</i>	0,311	1,702	0,099	Tidak <i>significant</i>

Tabel 1 di atas menunjukkan nilai t-statistik untuk hipotesis 1, yaitu rasio utang (DR) tidak berpengaruh *significant* terhadap *agency cost*, karena t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} (-0,158 < 2,00), atau *significant-t* lebih besar dari $\alpha = 0,05$ (0,099 > 0,05), menyebabkan H₀ diterima, dan H₁ ditolak.

Hipotesis kedua menduga bahwa kepemilikan manajer mempunyai pengaruh yang *significant* terhadap *agency cost*. Berikut ini disajikan hasil pengujian hipotesis kedua:

Tabel 2
Pengujian Hipotesis Kepemilikan Saham oleh Manajer Berpengaruh Terhadap *Agency Cost*

Hipotesis	Koefisien Regresi	T Statistik	Significant T	Keterangan
Diduga kepemilikan saham oleh manajer berpengaruh <i>significant</i> terhadap <i>agency cost</i>	-0,007	-0,041	0,967	Tidak <i>significant</i>

Pengujian hipotesis kedua seperti terlihat pada Tabel 2 menunjukkan nilai t-statistik sebesar -0,041. Jadi, t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} (2,00) atau *significant-t* lebih besar dari $\alpha = 0,05$ (0,967 < 0,05), sehingga H₀ diterima dan H₁ ditolak. Artinya, kepemilikan saham oleh publik tidak mempunyai pengaruh yang *significant* terhadap *agency cost*.

Hipotesis ketiga menduga bahwa terdapat pengaruh yang *significant* dari variabel *earning volatility* terhadap *agency cost*. Berikut disajikan hasil pengujian hipotesis ketiga :

Tabel 3
Pengujian Hipotesis *Earning Volatility* Berpengaruh Terhadap *Agency Cost*

Hipotesis	Koefisien Regresi	T Statistik	Significant T	Keterangan
Diduga <i>earning volatility</i> berpengaruh <i>significant</i> terhadap <i>agency cost</i>	0,233	1,261	0,217	Tidak <i>significant</i>

Dari Tabel 3 di atas diketahui bahwa t-statistik lebih besar dari t-tabel (1,261 > 2,00), dan mempunyai *t-significant* lebih besar dari α (0,217 < 0,05),

sehingga H0 diterima dan H1 ditolak. Artinya, variabel *earning volatility* tidak mempunyai pengaruh yang significant terhadap *agency cost*.

Implikasi Hasil Penelitian

Perbedaan kepentingan antara pemilik, manajer, dan kreditor suatu perusahaan sering menimbulkan konflik *agency*, dan apabila tidak dibatasi akan menimbulkan biaya *agency* yang tinggi. Di dalam teori *agency*, struktur kepemilikan dan kebijakan utang dapat dihubungkan secara langsung dan terkait sebagai mekanisme untuk mengurangi biaya *agency*. Peneliti-peneliti terdahulu mengenai biaya *agency* membuktikan bahwa penggunaan kepemilikan saham oleh manajer dan utang secara optimal, dapat berperan penting di dalam membatasi konflik *agency*. Jensen and Meckling (1976) memberikan sebuah analisis bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan saham oleh manajer kurang dari 100%, karena manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan untuk dirinya sendiri dan tidak berdasarkan pada maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan.

Dari hasil pengujian terhadap utang, ditemukan bukti tidak berpengaruh *significant* terhadap *agency cost*. Hasil ini memberikan suatu makna bahwa dari perusahaan-perusahaan yang diteliti, aktivitas pengontrolan terhadap konflik-konflik *agency* lebih cenderung menggunakan persentase kepemilikan saham oleh manajer yang tinggi. Hal ini disebabkan karena dengan mengatur jumlah kepemilikan saham oleh manajer secara optimum, akan lebih banyak membantu di dalam menyelaraskan jumlah kepentingan manajer dengan kepentingan para

pemegang saham, sehingga konflik *agency* dapat diminimumkan. Besarnya jumlah kepemilikan akan menunjukkan seberapa besar andil dan penguasaan mereka terhadap perusahaan, dan akan berpengaruh pada keputusan-keputusan yang akan mereka buat.

Sehubungan dengan keputusan mengenai utang, maka dengan memberikan persentase saham yang tinggi, akan menurunkan kebutuhan terhadap sumber dana utang, karena kepemilikan yang tinggi tersebut akan membuat para manajer ikut menanggung risikonya apabila tidak berhati-hati di dalam menentukan jumlah utang. Sesuai dengan teori *agency* oleh Jensen and Meckling (1976), utang dan kepemilikan saham oleh publik merupakan mekanisme yang terkait satu sama lain dan bersifat saling menggantikan. Artinya, apabila pemegang saham dalam suatu perusahaan memutuskan untuk melakukan pengontrolan terhadap aktivitas-aktivitas manajer melalui penggunaan utang yang tinggi, pemegang saham tersebut akan mengurangi jumlah kepemilikan saham oleh manajer, dan begitu pula sebaliknya. Hal ini disebabkan karena dengan menggunakan kedua mekanisme tersebut secara bersamaan akan meningkatkan jumlah biaya *agency*.

Variabel *earning volatility* berpengaruh *significant* terhadap *agency cost*. Keadaan ini memberikan makna bahwa keputusan perusahaan mengenai utang sangat dipengaruhi oleh tingkat risiko bisnisnya. Hasil ini mendukung teori bahwa risiko bisnis mencerminkan ketidakpastian atas proyeksi tingkat pengembalian aktiva atau atas ekuitas jika perusahaan tidak menggunakan utang (Weston dan Brigham, 1994). Risiko bisnis yang tinggi akan mengurangi kebutuhan

perusahaan terhadap utang, karena menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi sehingga memungkinkan perusahaan untuk melakukan permodalan dengan laba ditahan saja. Hasil analisis ini sesuai dengan penelitian oleh Titman and Wessel (1998), Jensen et al. (1992), Bathala et al. (1994), serta Moh'd et al. (1998) yang menghasilkan kesimpulan bahwa EARNVOL berpengaruh *significant* terhadap *Agency Cost*.

KESIMPULAN

Dari keseluruhan perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian menunjukkan hasil bahwa utang dan kepemilikan saham oleh manajer tidak memiliki hubungan yang saling terkait dan bersifat *interdependency*. Dari hasil pengujian ditemukan bahwa hanya kepemilikan saham oleh manajer saja yang berpengaruh *significant* terhadap utang, dan sebaliknya, utang tidak berpengaruh *significant* terhadap kepemilikan saham oleh manajer.

Tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya oleh Jensen et al. (1992) dan Bathala et al. (1994) yang menyatakan bahwa diantara utang dan kepemilikan saham oleh manajer terdapat hubungan yang saling berpengaruh satu sama lainnya. Perbedaan hasil ini disebabkan karena kondisi dari perusahaan-perusahaan yang diteliti masih didominasi oleh manajemen keluarga, sehingga dengan memberikan manajer kepemilikan saham yang tinggi akan jauh lebih menguntungkan di dalam menyelaraskan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham.

Analisis terhadap variabel kepemilikan saham oleh investor institusi

menghasilkan kesimpulan bahwa variabel ini tidak mempunyai pengaruh yang *significant* terhadap utang dan kepemilikan oleh manajer.

Konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya yaitu Wessel dan Titman and Wessel (1988), Jensen et al. (1992), Bathala et al. (1994), bahwa *earning volatility* mempunyai pengaruh yang *significant* terhadap *debt ratio*. Hasil analisis ini menjelaskan bahwa risiko bisnis yang tinggi mengurangi kebutuhan perusahaan terhadap utang, sehingga bisa menekan biaya *agency* yang ditimbulkan dari adanya utang tersebut.

SARAN

1. Dari hasil penelitian ini diketahui bahwa utang dan kepemilikan saham oleh manajer terdapat hubungan yang bersifat *interdependency*. Hal ini diharapkan dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi perusahaan di dalam menentukan kombinasi pendanaan yang optimal, yaitu suatu kombinasi yang dapat meminimumkan biaya *agency*, sehingga nilai saham meningkat.
2. Terdapat beberapa perbedaan di dalam penelitian ini dengan hasil penelitian sebelumnya yang kemungkinan disebabkan karena sedikitnya jumlah sampel di dalam penelitian dan jangka waktu penelitian yang singkat. Karenanya bagi penelitian selanjutnya disarankan agar jumlah sampel yang diambil cukup banyak dan jangka waktu penelitian lebih panjang, sehingga diharapkan akan menghasilkan analisis yang berbeda dan dapat memberikan makna yang lebih berarti bagi variabel-variabel yang diteliti.
3. Penelitian ini tidak membatasi jenis usaha dari industri manufaktur, se-

hingga diharapkan peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian hanya pada satu jenis manufaktur saja, karena keragaman industri dengan karakteristiknya yang bermacam-macam dapat mempengaruhi hasil analisis.

DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Agrawal, A. and Mandelker, 1988, *Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decision*, Journal of Finance, Vol. 42, page 832-837.
- Ang, J.S., R.A. Cole and J. Wuh Lin, 2000, *Agency Cost and Ownership Structure*, The Journal of Finance, Vol. LV, page 81-106.
- Arif, S., 1992, *Metodologi Penelitian Ekonomi*, Edisi Pertama, Universitas Indonesia, Jakarta.
- Bathala, C.T., K.R. Moon and R.P. Rao, 1994, *Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective*, Journal of Financial Management, Vol. 23, No. 3, page 38-50.
- Berger, G., E. Ofek and D.I. Yermack, 1997, *Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision*, The Journal of Finance, Vol. LII, No. 4, page 1411-1438.
- Brigham, E. and Gapenski, 1995, *Intermediate Financial Management*, 8th Edition. Harcourt Brace and Company International Edition.
- Clarke, Roger C., Brent D. Wilson, Stephen D. Nadauld and Robert H. Daines, 1990, *Strategic Financial Management*, Ricard D. Irwin Inc., Illionis.
- Cornell, B. and A.C. Shapiro, 1988, *Financing Corporate Growth*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. I, page 6-22.
- Crutchley, C.E and R.S. Hansen, 1989, *A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend*, Financial Management, page 36-46.
- Dempsey, S.J. and G. Laber, 1992, *Effect of Agency and Transaction Cost on Dividend Payout Ratio: Further Evidence of Agency Transaction Cost Hypothesis*, The Journal of Finance, Vol. XV, No. 4, page 317-321.
- Fachrudin, Khaira Amalia, 2011, *Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Agency Cost Terhadap Kinerja Perusahaan*, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 13, No. 1, hal. 37-46.
- Garvey, Gerald T., 1992, *Leveraging The Under Investment Problem: How High Debt and Management Shareholdings Solve The Agency Costs Free Cash Flow*, Journal of Financial Research, Vol. 15, Issue 2, page 149-166.
- Grossman, S.J. and O. Hart, 1982, *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, *The Economics of Information and Uncertainty*, J. McCall, ed., Chigago, IL, University of Chigago.
- Gujarati, D.N., 1999, *Basic Econometric*, Edisi Keenam, Alih Bahasa Sumarmo Zain, Erlangga, Jakarta.
- Harris, M. and A.Raviv, 1991, *The Theory of Capital Structure*, The

- Journal of Finance, Vol. XLVI, No. 1, page 297-355.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, page 305-360.
- Jensen, Michael C, 1986, *Agency Cost of Free cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review 76 (2), 323-329.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg and T.S. Zorn, 1992, *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 27, No. 2, page 247-263.
- Lin, Kun Lin, 2006, *Study on Related Party Transaction With Mainland China in Taiwan Enterprises*, Dissertation, Management Department, Guo Li Cheng Gong University, China.
- Martin, John D., Arthur J. Keown, Jay William Perry dan David F. Scott Jr., 1999, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kelima, Alih Bahasa Haris Munandar, PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, and J.N. Rimbey, 1998, *The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time Series Cross-Sectional Analysis*, The Financial Review, Vol. 20, page 436-454.
- Ross, S.A., R.W. Westerfield and J. Jaffe, 1996, *Corporate Finance*, Fourth Edition, Times Mirror Higher Education, Boston.
- Setyowati, Eni, 2000, *Efek Systematic Risk (Beta), Growth, Agency Cost, dan Transaction Cost Terhadap Dividend Payout Ratio, pada Industri Barang Konsumsi yang Go Public di BEJ*, Tesis S2 Pascasarjana Studi Manajemen, Universitas Brawijaya.
- Syamsudin, Lukman, 1985, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Titman, S. and R. Wessel, 1988, *The Determinants of Capital Structure Choice*, Journal of Financial Research, page 1-19.
- Weston, J. Fred dan Eugene F. Brigham, 1994, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Erlangga, Jakarta.
- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland, 1997, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid Pertama, Alih Bahasa Wasana dan Kribandoko, Binarupa Aksara, Jakarta.