

ISSN: 2252-6242

A close-up photograph of a yellow pencil tip pointing to a ledger or account book. The ledger has several rows of numbers and mathematical symbols. The numbers visible are 16.12, 15.11, 17.86, and 28.99. There are plus and minus signs and horizontal lines indicating columns and rows.

FAJ:
Finance &
Accounting Journal

Vol. 02, No. 01, Maret 2013

FAJ: FINANCE & ACCOUNTING JOURNAL

EDITORIAL BOARD & REVIEWERS

Chair Person

Bobby W. Saputra, SE, M.Ak, Ak
(Harapan Bangsa Business School, Bandung)

Chief Editor

Dr. Samuel P.D. Anantadjaya, BSc, MBA, MM
(Swiss German University, Tangerang)

Members of the Editorial Board

Dr. Ir. Samuel Tarigan, MBA (Harapan Bangsa Business School, Bandung)
Drs. Sehat E. Ginting, MSi, Ak (Akademi Akuntansi Bandung)
Mentiana Sibarani, SE, MSi (Harapan Bangsa Business School, Bandung)
Siska P. Manurung, S.Kom, MM (Harapan Bangsa Business School, Bandung)
Laura Lahindah, SE, MM (Harapan Bangsa Business School, Bandung)
Florentinus Nugro Hardianto, SE, MSc (Harapan Bangsa Business School, Bandung)
Hanryono, SE, M.Ak, Ak (Harapan Bangsa Business School, Bandung)
Debra Lybrand, BSc (Harapan Bangsa Business School, Bandung)
Inugrah Ratia Pratiwi, SE, M.Ak, Ak (Harapan Bangsa Business School, Bandung)
Elisabeth Stefany Manalu, SE, MSc (Harapan Bangsa Business School, Bandung)
Irma M. Nawangwulan, BSc, MBA (Universitas Pembangunan Jaya, Tangerang)
Willy Micco Seancho, SE, MM (Universitas Pembangunan Jaya, Tangerang)
Endang Pitaloka, SE, ME (Universitas Pembangunan Jaya, Tangerang)
Munawaroh, SE, MM (Swiss German University, Tangerang)

Members of Independent Reviewers

Dr. Kornel Munthe, SE, MSi (Universitas Santo Thomas, Medan)
Dr. Tasya Aspiranti, SE, MSi (Universitas Islam Bandung, Bandung)
Dr. Gustian Djuanda, SE, MM (Universiti Utara Malaysia, Kedah, Malaysia)
Ir. Nurul Jannah, MM, PhD (Ministry of Environment, Jakarta)
Drs. Bambang Rismadi, MSi, Ak (STIE Ekuitas, Bandung)
Rachmat Tri Yuli Yanto, SE, MM (Politeknik Pos, Bandung)
M. Sienly Veronica, SE, MM (Universitas Kristen Maranatha, Bandung)
Amelia Setiawan, SE, M.Ak, Ak, CISA (Universitas Katolik Parahyangan, Bandung)
Erwin Suryadi, ST, MBA (Advisor for Commission VII, House of Representative, Jakarta)
Steve Wisnu Setiadi, SE, Ak., MBA (Toshiba America Information Systems, USA)
Nursasongko Hendradjati, SE, Ak, MIB (TreeFlo Global, Jakarta)
Okto M. Karseno SE, Ak, MAF (Berkah Group, Jakarta)
Alvin K. Tedjo, BSc, MAF (Bank of Nova Scotia, Singapore)
Rudy Tirok, BSc, MBA (Citibank, NA, Canada)
Brian McNerney, BA (Marine Bank, USA)

Technical Secretary

Devita Febianti, S.Kom. (Harapan Bangsa Business School)
Novita Kusuma Dewi, A.Md (Harapan Bangsa Business School)

ISSN # 2252-6242



HARAPAN BANGSA
BUSINESS SCHOOL
Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi

Editors & Reviewers of FAJ (i)

FAJ: FINANCE & ACCOUNTING JOURNAL
Volume 02, No. 01, Maret 2013

DAFTAR ISI

**KEBERHASILAN PELAKSANAAN *SUNSET POLICY* SEBAGAI UPAYA
EKSTENSIFIKASI PAJAK**

Ineke Kurniawati dan Theresia Woro Damayanti.....1

**DAMPAK KEUSANGAN PERSEDIAAN & PERPUTARAN PERSEDIAAN:
STUDI EMPIRIS DI INDUSTRI FARMASI**

Fanny Noviani, Bobby W. Saputra, dan Bambang Rismadi11

**KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN DALAM MENGURANGI
MASALAH KEAGENAN**

M. Sienly Veronica.....31

**PERUBAHAN ILMU DAN PENERAPAN AKUNTANSI MANAJERIAL:
STUDI PUSTAKA AKUNTANSI MANAJEMEN TRADISIONAL
DAN AKUNTANSI MANAJEMEN STRATEGIS**

Amelia Sctiawan.....59

**PERAN INTERNAL AUDITOR TERHADAP EFEKTIFITAS
PENGENDALIAN INTERNAL PROSES *CREDIT GRANTING AND
COLLECTION***

Natalia Evindonta Tarigan, Bobby W. Saputra, dan Tomi Ginting.....68

KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN DALAM MENGURANGI MASALAH KEAGENAN

M. Sienly Veronica

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi,
Universitas Kristen Maranatha, Bandung

ABSTRACT

The ultimate organizational objective is to achieve the highest return for the welfare of owners and stockholders. This objective may be achieved if the owners are involved in the routine operational activities of the firm. However, as time passes on, directly or indirectly, firms are also expanding and growing, which may eventually become more complex. With limitations in ability to run the firms, owners may search for professionals to run and manage the daily activities. Those professionals may be recruited as managers, to provide assistance in the actual operational activities. Those professionally recruited managers are called agents, and the owners of the firms are called principals. Upon successful recruitment process, owners and agents enter into mutual agreement. This relationship is commonly called agency relationship.

This relationship is able to run appropriately if principals and agents have the same target or objectives to achieve. In reality, however, differences in targets and objectives occur. This creates conflict of interests between principals and agents. To resolving such conflicts of interests, principals may have to incur agency costs. Such agency costs add expenses to firms, which in turn, diminishing the level of firm's profitability.

To minimize such potential reductions in profitability, firms utilize external financing in their capital structure. It is known that the use of external financing would likely influence the stock price as managers understand the necessity to show excellent performance under direct supervision of lenders/creditors.

Keywords: principal, agents, agency relationship, agency costs, capital structure, and financing policy

ABSTRAK

Tujuan perusahaan dalam mendirikan perusahaan adalah untuk memperoleh keuntungan yang maksimal dan mensejahterakan pemilik perusahaan dan pemegang saham. Tujuan tersebut dapat tercapai dengan cepat apabila pemilik perusahaan mengelolah sendiri perusahaannya. Tetapi dengan semakin berkembangnya zaman, maka secara langsung maupun tidak langsung perusahaan juga ikut berkembang menjadi besar dan semakin kompleks.

Oleh karena itu pemilik perusahaan dengan keterbatasannya dalam mengelolah perusahaan akan mencari orang-orang yang profesional untuk membantunya dalam mengelolah perusahaan tersebut. Orang-orang tersebut disebut sebagai manajer, dimana untuk membantu jalannya perusahaan maka pemilik perusahaan yang selanjutnya disebut sebagai prinsipal akan mengadakan perjanjian kontrak dengan orang yang direkrut sebagai manajer yang selanjutnya disebut dengan agen. Hubungan kontrak tersebut disebut sebagai hubungan keagenan.

Hubungan tersebut dapat terjalin dengan baik jika antara prinsipal dan agen mempunyai tujuan yang sama, tetapi pada kenyataannya terkadang terjadi perbedaan pandangan dan tujuan antara keduanya sehingga terjadi konflik kepentingan. Untuk menyelesaikan konflik tersebut maka prinsipal akan mengeluarkan sejumlah biaya yang disebut biaya keagenan. Dengan adanya biaya keagenan maka akan menambah beban perusahaan dalam pengeluaran biaya sehingga dapat mengurangi perolehan keuntungan perusahaan. Untuk mencegah hal tersebut maka perusahaan menggunakan kebijakan hutang dalam pembentukan struktur modalnya untuk meminimalkan biaya keagenan dan diketahui pula bahwa dengan menggunakan kebijakan hutang dalam struktur modal perusahaan maka nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham akan meningkat karena manajer akan menunjukkan kinerja yang baik yang disebabkan adanya pengawasan langsung yang dilakukan oleh pemberi pinjaman.

Kata Kunci: prinsipal, agen, hubungan keagenan, biaya keagenan, struktur modal, kebijakan hutang.

I. PENDAHULUAN

Pada saat ini, perusahaan – perusahaan *modern* telah melakukan pemisahan antara kepemilikan perusahaan dengan fungsi pengelolaan atau manajerial. Pemisahan tersebut dilakukan karena pemilik perusahaan memiliki keterbatasan – keterbatasan dalam mengelolah dan mengendalikan perusahaan serta semakin kompleksnya perusahaan pada masa kini. Dengan adanya pemisahan tersebut maka pemilik perusahaan akan memberikan wewenang kepada manajer untuk mengelolah perusahaannya, karena pengelolaan perusahaan dan kepemilikan perusahaan tidak berada dalam pengendalian oleh orang yang sama, maka dapat memunculkan konflik kepentingan dimana manajer terkadang melakukan sesuatu dengan sebaik – baiknya untuk memaksimalkan kepentingan pribadi bukan memaksimalkan kepentingan pemilik perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik tersebut sering disebut sebagai masalah keagenan.

Jensen & Meckling (1976) mengemukakan tiga jenis konflik atau masalah keagenan yang dapat muncul dengan adanya pemisahan kepemilikan tersebut, antara lain: (1) konflik antara manajer dan pemegang saham, (2) konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas, dan (3) konflik antara pemegang saham dengan kreditor. Untuk meminimalkan terjadinya konflik maka pemilik perusahaan akan mengeluarkan sejumlah biaya tertentu yang disebut sebagai biaya keagenan yang dapat mengendalikan perilaku manajer sebagai agen agar dapat bekerja sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan atau pemegang saham. Akan tetapi dengan mengeluarkan biaya keagenan maka beban biaya perusahaan akan meningkat serta belum tentu efektif dalam meminimalkan terjadinya konflik tersebut.

Agar biaya keagenan tersebut dapat dikurangi maka perusahaan melakukan berbagai cara antara lain: (1) mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham tersebut (*insider ownership*), (2) meningkatkan *dividen payout ratio*, (3) meningkatkan pendanaan dari hutang, dan (4) meningkatkan kepemilikan institusional sebagai cara untuk melakukan pengawasan. Penelitian yang dilakukan oleh Jensen & Meckling (1976), Jensen (1986) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, keputusan pendanaan serta kebijakan dividen dapat mengurangi biaya keagenan dan penggunaan kebijakan hutang dapat mengurangi konflik keagenan atau masalah keagenan serta menekan biaya keagenan terutama biaya pengawasan karena secara tidak langsung perusahaan meminta kepada pihak kreditor untuk mengawasi kinerja manajer (agen). Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa dalam hubungan keagenan terdapat tiga masalah utama yaitu: (1) masalah *control* atau pengawasan pemegang saham kepada manajer yang dilakukan agar manajer bekerja sesuai dengan keinginan pemegang saham yang akhirnya dapat memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, (2) biaya yang menyertai hubungan agensi yaitu biaya – biaya yang dikeluarkan oleh *principal* dalam membentuk dan menjaga hubungan keagenan seperti biaya pengawasan, kompensasi, memberikan fasilitas kepada manajer, dan (3) menghindari dan meminimalkan biaya keagenan dimana biaya keagenan yang semakin besar akan menjadi beban biaya bagi perusahaan sehingga perlu diminimalkan.

II. KAJIAN LITERATUR

II.1. TEORI KEAGENAN (*AGENCY THEORY*)

Tujuan mendirikan perusahaan dipandang dari sisi manajemen keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang tercermin dengan memaksimalkan harga saham. Tujuan ini akan memiliki arti apabila perusahaan tidak memisahkan kepemilikan perusahaan dengan fungsi pengendalian artinya perusahaan dikelola oleh pemilik perusahaan sendiri dan pemegang saham merupakan orang yang melakukan investasi dan berperan sebagai investor, tetapi pada perusahaan yang sudah *modern* tujuan mendirikan perusahaan tersebut akan sulit tercapai karena pada kenyataannya yang terjadi pada perusahaan *modern* adalah terjadinya pemisahan antara kepemilikan perusahaan dengan fungsi pengendalian perusahaan, hal tersebut terjadi karena adanya keterbatasan-keterbatasan pemilik perusahaan dalam mengelola

perusahaan tersebut sehingga di dalam perusahaan *modern* masalah keagenan sangat potensial terjadi, hal ini dikarenakan proporsi kepemilikan perusahaan yang dimiliki oleh manajer menurut Sartono (2001) relatif kecil sehingga manajer kurang memiliki rasa kepemilikan dan tanggung jawab terhadap apa yang terjadi pada perusahaan.

Permasalahan yang sering muncul dengan adanya pemisahan tersebut adalah adanya konflik kepentingan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan dimana konflik tersebut dipicu dari adanya perbedaan kepentingan setiap orang pada perusahaan tersebut artinya sebagai pemilik perusahaan dia mempunyai kepentingan untuk memaksimalkan laba atau pendapatan perusahaan dengan meminimalkan biaya-biaya yang dikeluarkan untuk mengelola perusahaan tersebut, sedangkan manajer perusahaan yang merupakan orang yang direkrut oleh perusahaan untuk mengelola perusahaan juga mempunyai kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraan pribadinya dengan tidak terlalu memikirkan kepentingan perusahaan. Dengan adanya perbedaan kepentingan tersebut maka dapat menimbulkan permasalahan, masalah tersebut dibahas dalam teori keagenan dan sering disebut sebagai masalah keagenan (*agency problem*).

Hal lain yang dapat menjadi penyebab munculnya masalah keagenan adalah pengambil keputusan dalam hal ini manajer tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat dari kesalahan dalam pengambilan keputusan dalam bisnis ataupun tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan sehingga pemilik perusahaan yang harus menanggung risiko dari pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajer (agen) (Haryono, 2005). Adanya perbedaan dalam kebutuhan akan pengetahuan risiko juga menjadi pemicu timbulnya masalah atau konflik keagenan seperti yang dijelaskan oleh Haryono (2005) bahwa pemegang saham hanya berkepentingan dengan risiko sistematis saham perusahaan karena mereka melakukan investasi pada portofolio sedangkan manajer berkepentingan terhadap seluruh risiko perusahaan. Untuk memahami masalah keagenan, maka kita perlu mengetahui apa sebenarnya teori keagenan dan asumsi yang menyertainya.

Teori keagenan merupakan teori yang berakar dari sinergi antara teori ekonomi, teori keputusan, sosiologi, dan teori organisasi. Prinsip utama teori keagenan ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberikan wewenang (*principal*) yaitu *investor* dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer dalam bentuk kontrak kerjasama yang disebut *nexus of contract*. Pendefinisian teori keagenan tersebut sama dengan yang diungkapkan oleh Jensen & Meckling (1976) bahwa hubungan keagenan merupakan hubungan kontrak antara seseorang atau banyak orang yang merupakan *principal*, menarik orang lain yang disebut sebagai agen untuk mengerjakan beberapa pekerjaan berdasarkan kepentingan *principal*, *principal* juga mendelegasikan hak pengambilan keputusan walaupun tidak seluruhnya kepada agen.

Asumsi-asumsi yang mendasari teori keagenan menurut Eisenhardt (1989) terdapat tiga yaitu:

1. Asumsi Manusia (*Human Assumption*)

Asumsi ini menjelaskan bahwa sifat dasar manusia cenderung memaksimalkan utilitasnya. Disamping itu manusia juga mempunyai keterbatasan pada rasionalitas sehingga terkadang manusia dapat bertindak irasional dan pada dasarnya manusia adalah penghindar risiko.

2. Asumsi Organisasi (*Organization Assumption*)

Asumsi ini menjelaskan bahwa dalam organisasi dapat terjadi konflik tujuan antara orang-orang yang berada dalam organisasi tersebut. Selain itu asumsi organisasi ini menjelaskan bahwa efisiensi merupakan hasil kreativitas dari adanya efektifitas dan dalam organisasi ditemukan adanya informasi yang asimetris antara *principal* dan agen.

3. Asumsi Informasi (*Information Assumption*)

Asumsi ini menyatakan bahwa informasi merupakan komoditi yang dapat dibeli artinya perusahaan perlu mengeluarkan biaya untuk memperoleh sejumlah informasi yang diperlukan untuk menilai agen yang akan dipilih untuk dipekerjakan dalam perusahaan tersebut sehingga perusahaan dapat mengurangi masalah *adverse selection* pada saat memilih agen.

Selain itu teori keagenan juga mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan masing-masing dimana pemegang saham sebagai *principal* diasumsikan hanya tertarik kepada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka didalam perusahaan sedangkan para agen diasumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan dengan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut. Berdasarkan seluruh asumsi yang terdapat dalam teori keagenan dapat dinyatakan bahwa masalah keagenan dapat muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dan agen seperti yang diungkapkan oleh Sugiarto (2009) bahwa hubungan keagenan merupakan hubungan kontrak baik yang bersifat eksplisit maupun implisit, dimana inti dari teori keagenan adalah konflik tujuan yang melekat ketika individu-individu dengan kepentingan yang berbeda mengikat diri dalam usaha kerjasama, konflik tersebut kita kenal sebagai masalah keagenan. Hubungan kontraktual dan masalah keagenan tidak hanya muncul dengan karyawan tetapi juga dapat muncul dalam hubungan dengan pemasok, pelanggan, kreditor dan yang lainnya (Jensen & Meckling, 1976).

Perkembangan teori keagenan diawali dengan munculnya tulisan *The Modern Corporation and Private Property* yang dikemukakan oleh Berle & Means (1932). Mereka berpendapat bahwa pemisahan kepemilikan dan fungsi pengawasan pada perusahaan dapat menimbulkan suatu kondisi dimana kepentingan antara pemilik perusahaan dan manajer seringkali berbeda dan akan menimbulkan pemisahan kekuasaan karena keberadaan manajer tersebut. Berdasarkan *argument* tersebut mereka mempertanyakan apakah orang-orang yang berada dalam fungsi pengawasan pada perusahaan *modern* akan mengelola perusahaan berdasarkan kepentingan pemilik perusahaan? Untuk menjawab pertanyaan tersebut maka dilakukan studi empiris pada 88 perusahaan dari 200 perusahaan non – keuangan terbesar yang ada di Amerika yang merupakan perusahaan yang dikendalikan oleh manajemen pada tahun 1929. Hasil dari studi empiris tersebut menyatakan bahwa hanya 22 perusahaan yang dikelola oleh pemilik perusahaan atau dikelola oleh pemegang saham dengan kepentingan yang sama dan sisanya perusahaan dikendalikan oleh manajemen. Hal tersebut menunjukkan bahwa pada tahun 1929 telah terjadi pemisahan kepemilikan dan fungsi pengendalian dalam mengelola perusahaan yang ada di Amerika.

Penelitian yang dilakukan Jensen & Meckling tahun 1976 yaitu *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure* merupakan penelitian yang dilakukan dengan mengembangkan penelitian yang dilakukan oleh Berle & Means tahun 1932 dalam hal pembagian risiko untuk membentuk teori keagenan sebagai suatu konsep yang formal. Dalam penelitiannya mereka mengungkapkan bahwa organisasi-organisasi yang ada merupakan hubungan kontrak yang terjadi antar individu, pembagian risiko dapat dikatakan sebagai masalah keagenan karena adanya perbedaan perilaku dalam menghadapi risiko dimana *principal* (pemegang saham) merupakan orang yang *risk neutral* karena *principal* dapat melakukan diversifikasi dalam investasinya sedangkan agen merupakan orang yang *risk averse* karena mereka tidak dapat melakukan diversifikasi dalam pekerjaannya, selain itu mereka juga berpendapat bahwa perusahaan merupakan sebuah struktur untuk meminimalkan biaya yang dikeluarkan untuk agen agar agen mengikuti perintah dan keinginan *principal*. Sehingga pada akhirnya mereka menyimpulkan bahwa besarnya biaya keagenan tergantung pada kreativitas manusia dalam membentuk suatu hubungan kontrak dimana hubungan kontrak tersebut terjadi

pada perusahaan *modern* dan memberikan *incentive* untuk individu – individu (agen) untuk meminimalkan biaya keagenan.

Perkembangan teori keagenan selanjutnya adalah tulisan *Principals and Agents: The Structure of Business* yang dikemukakan oleh Pratt & Zeckhauser pada tahun 1985. Mereka berpendapat bahwa dengan adanya informasi yang asimetris; artinya para agen dalam hal ini manajer mengetahui lebih banyak mengenai tugas-tugasnya dibandingkan dengan yang diketahui *principal* mengenai perilaku agen, maka fungsi daripada perusahaan tidak dapat berjalan seperti yang seharusnya kecuali jika perusahaan mengeluarkan biaya untuk informasi atau biaya *incentive* yang dikeluarkan oleh *principal* kepada agen. Dengan demikian menimbulkan biaya keagenan yang menjadi tantang untuk diminimalkan dalam hubungan keagenan artinya *principal* berusaha untuk mengurangi biaya keagenan yang muncul karena adanya informasi yang asimetris dalam hubungan keagenan tersebut. Selain itu mereka menyatakan bahwa biaya keagenan akan timbul ketika nilai keekonomian antara *principal* dan agen berbeda secara substansial, hal tersebut juga diungkapkan oleh Jensen dan Meckling (1976) dengan adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dan agen maka menimbulkan masalah keagenan yang dapat menimbulkan biaya keagenan untuk mengurangi masalah keagenan tersebut.

Dari tulisan tersebut dapat disimpulkan bahwa biaya keagenan muncul karena adanya informasi yang asimetris, adanya perbedaan nilai keekonomian antara *principal* dan agen selain itu biaya keagenan harus diminimalkan dalam hubungan keagenan.

Arrow, pada tahun 1984, dengan tulisannya yaitu *The Economics of Agency*, menemukan dua hal dalam masalah keagenan yaitu *hidden action models* yang dikenal dengan *moral hazard* dan *hidden information models* yang dikenal dengan *adverse selection*. Arrow (1984) melakukan pengamatan pada beberapa kasus dimana teori *principal*-agen dapat diterapkan, namun pada kenyataannya terdapat perbedaan antara apa yang diungkapkan didalam model dengan kenyataan yang ada, hal tersebut disebabkan sulitnya merinci hubungan yang kompleks yang terjadi antara *principal* dan agen, adanya tanggung jawab profesional, kode etik, hukuman yang formal dalam perusahaan, serta adanya ketidakpastian usaha pada masa yang akan datang.

Pada tahun 1988, Levinthal dalam tulisannya *A survey of Agency Models of Organizations*, diawali dengan adanya perhatian terhadap *issue – issue* organisasi perusahaan yang dilakukan oleh para ekonomi neoklasik dimana mereka memandang bahwa organisasi sebagai bentuk hubungan keagenan. Menurut Levinthal (1988), model keagenan dalam organisasi terdiri dari dua bagian yaitu informasi yang tidak lengkap dan konflik tujuan yang terjadi antara anggota dalam organisasi. Levinthal (1988) mencatat bahwa perulangan dalam hubungan keagenan dari waktu ke waktu dapat membentuk efisiensi, hal tersebut disebabkan karena perulangan dalam hubungan keagenan dari waktu ke waktu dapat mengurangi efek ketidakpastian, mengurangi tingkat risiko yang melekat pada agen, dan perilaku disfungsional dapat dikurangi sehingga dapat menyelesaikan masalah *moral hazard*. Selain itu *alternative* lain untuk meningkatkan efisiensi hubungan keagenan dapat berdasarkan kompensasi agen yang berdasarkan kinerja atau *performance* agen tersebut terhadap agen lain pada tingkat yang sama.

Menurut Jensen (1983), teori keagenan dapat dibagi menjadi dua bagian yaitu:

1. *Positivist Theory* (Teori Positif)

Teori ini berusaha mengidentifikasi situasi prinsipal dan agen yang memiliki konflik kepentingan dan mendeskripsikan mekanisme pengendalian yang dapat membatasi perilaku agen yang ingin memaksimalkan kesejahteraannya.

2. *Principal – Agent Theory* (Teori Prinsipal-Agen)

Fokus dari teori prinsipal-agen adalah memilih kontrak yang optimal antara prinsipal dan

agen. Teori tersebut menyatakan adanya pertukaran antara biaya untuk mengukur perilaku agen dan biaya untuk mengukur hasil pekerjaan agen serta transfer risiko kepada agen.

Menurut Eisenhardt (1989), teori keagenan berusaha memecahkan dua permasalahan yang dapat terjadi dalam hubungan keagenan antara lain:

1. Masalah keagenan muncul ketika terdapat ketertarikan atau tujuan dari prinsipal dan agen yang berbeda selain itu prinsipal tidak dapat mendeteksi perilaku-perilaku agen yang sesungguhnya yang disebabkan karena terlalu sulit untuk dilakukan oleh prinsipal atau terlalu mahal biaya yang dikeluarkan untuk mendeteksi perilaku-perilaku agen tersebut.
2. Masalah pembagian risiko yang dapat muncul ketika prinsipal dan agen mempunyai perbedaan sikap dalam menghadapi risiko. Hal ini disebabkan mungkin prinsipal dan agen mempunyai tipe risiko dan cara menghadapi risiko yang berbeda satu dengan yang lainnya.

Jensen & Meckling (1976) juga mengemukakan paling tidak ada tiga tipe masalah yang muncul dalam hubungan keagenan antara lain:

1. Tipe pertama adalah konflik antara manajer dan pemegang saham

Masalah keagenan ini menurut Sugiarto (2009) muncul pada negara-negara maju dimana pada negara-negara maju perusahaan yang ada dikelola oleh manajer profesional dan pemiliknya adalah investor-investor dengan kepemilikan saham yang relatif kecil. Bila dilihat dalam konteks hubungan keagenan maka pada perusahaan maju; prinsipal adalah pemilik perusahaan dalam hal ini diwakili oleh pemegang saham sedangkan agen adalah tim manajemen atau manajer profesional. Permasalahan dalam hubungan keagenan muncul karena adanya asumsi bahwa orang-orang yang terlibat dalam perusahaan akan berupaya memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham, hal tersebut pada kenyataannya tidak selalu terpenuhi. Dengan adanya asumsi tersebut maka muncullah konflik antara manajer dan pemegang saham karena tidak selamanya manajer akan berusaha memaksimalkan nilai perusahaan yang dapat mengakibatkan terganggunya keuntungan yang diperoleh pemegang saham. Variasi lain dari konflik antara manajer dan pemegang saham adalah *agency free cash flow*. Berdasarkan teori, manajer akan berusaha semaksimal mungkin untuk memegang sumber daya perusahaan agar tetap dalam kendali manajer sehingga manajer akan berhasil memaksimalkan kesejahteraannya (Hanafi, 2004). Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai aliran kas yang tersisa setelah semua proyek dengan NPV (*net present value*) positif didanai.

Dengan adanya aliran kas bebas (*free cash flow*) maka perusahaan sebaiknya membagikan kas tersebut kepada pemegang saham bukan ditahan karena perusahaan sudah tidak memiliki kesempatan untuk melakukan investasi yang menguntungkan, berdasarkan hal tersebut maka manajer sebaiknya membagikan kelebihan kas kepada para pemegang saham untuk meningkatkan kesejahteraannya tetapi kadangkala manajer tidak mau membagikan kelebihan kas tersebut sehingga terjadi konflik antara pemegang saham dan manajer.

2. Tipe kedua adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas

Pada permasalahan keagenan tipe kedua, kedudukan pemegang saham mayoritas adalah sebagai manajer dalam perusahaan sedangkan pemegang saham minoritas adalah *investor* dari luar perusahaan. Bila dilihat dalam hubungan keagenan maka yang menjadi agen dalam masalah tipe kedua adalah pemegang saham mayoritas dan prinsipalnya adalah pemegang saham minoritas.

Menurut Sugiarto (2009) dan Jensen & Meckling (1976), permasalahan tipe kedua adalah permasalahan pengambilalihan hak-hak dari investor kecil dalam hal ini pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas yang memiliki kontrol yang besar. Masalah keagenan tipe kedua ini sering diteliti dan temuan penting yang diungkapkan oleh Laporta, et al (1999), Claessens, et al (2000), Facio & Lang (2002), dan Villalonga & Amit (2007) adalah:

- Kebanyakan perusahaan dikontrol oleh pemegang saham besar yang secara umum melibatkan pendiri dari perusahaan keluarga.
- Keluarga seringkali mampu meningkatkan bagian kontrol mereka sehingga melebihi bagian saham yang mereka miliki melalui mekanisme *dual-class stock*, *pyramidal ownership*, *interlocking share holding*, *cross holding*.
- Ketika keluarga menggunakan mekanisme peningkatan kontrol untuk menciptakan pemisahan antara *cash flow rights* yaitu bagian kepemilikan yang dipegang oleh pemegang saham mayoritas yang disamakan dengan hak milik atas *residual claims* dengan *control rights* yaitu persentase *voting rights* yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas yang menyatakan besar hak keputusan dalam perusahaan, maka dapat menyebabkan nilai perusahaan akan turun dan dapat terjadi pengambilalihan atau *expropriation* terhadap pemegang saham minoritas.
- Temuan terakhir adalah adanya kecenderungan bentuk kepemilikan tidak langsung. Dengan kepemilikan yang tidak langsung maka keluarga menempatkan saham pada perusahaan dalam bentuk *trust*, *limited partnerships*, *foundations*, *corporations*.

3. Tipe ketiga adalah konflik antara pemegang saham atau manajer dengan pemberi pinjaman

Menurut Choi (1992) konflik tersebut terjadi karena adanya perbedaan sikap dalam menghadapi risiko pada kedua belah pihak (prinsipal dan agen). Sedangkan De Jong (1999) dan Jensen & Smith (1985) mengemukakan bahwa konflik tersebut terjadi karena adanya kemungkinan terjadinya *transfer* kesejahteraan yang dilakukan oleh pemegang saham dimana kesejahteraan dari pemberi pinjaman ditransfer kepada pemegang saham. Hal tersebut dijelaskan oleh Barakat (2008) bahwa jika proyek memberikan imbalan yang besar maka pemegang saham akan memperoleh keuntungan yang besar maka dapat dikatakan bahwa proyek tersebut mengandung risiko yang tinggi dan hal tersebut tidak menguntungkan buat pemberi pinjaman sedangkan bila proyek berisiko tersebut gagal maka pemberi pinjaman akan menanggung risiko besar yang disebabkan oleh pemegang saham hanya bertanggung jawab sebatas saham yang dikuasai.

Dengan adanya masalah-masalah keagenan yang muncul pada hubungan yang dibina oleh prinsipal dan agen dalam kontrak, maka perusahaan berusaha meminimalkan munculnya masalah keagenan dengan mengeluarkan biaya yang disebut biaya keagenan. Menurut Jensen & Meckling (1976) biaya keagenan dapat dibagi menjadi tiga yaitu:

1. Biaya pengawasan

Biaya pengawasan merupakan biaya yang dikeluarkan oleh prinsipal dengan satu tujuan yaitu untuk mengawasi tingkah laku agen. Menurut Arifin (2005) biaya pengawasan dapat digunakan sebagai usaha untuk mengendalikan perilaku agen melalui aturan kompensasi. Selain kompensasi, biaya pengawasan juga dapat berbentuk biaya auditor untuk melakukan audit laporan keuangan perusahaan, premi asuransi yang dikeluarkan untuk melindungi *asset* perusahaan (Haryono, 2005).

2. Bonding Expenditure

Bonding expenditure merupakan biaya yang diciptakan oleh agen untuk menjamin bahwa agen tidak akan mengambil tindakan yang akan merugikan prinsipal. Cara *bonding* yang disarankan oleh Jensen (1986) adalah dengan meningkatkan jumlah hutang, mekanisme tersebut dipakai oleh manajer untuk membuktikan bahwa manajer tidak akan menghamburkan dana perusahaan dan mereka berani mengambil risiko apabila perusahaan tidak berjalan dengan baik. Selain meningkatkan jumlah hutang, cara *bonding* lain yang dapat dilakukan oleh agen (manajer) adalah membayar *dividend* dalam jumlah yang besar, hal tersebut menunjukkan komitmen manajer (agen) untuk melakukan aktivitas memaksimalkan nilai perusahaan (Sugiarto, 2009).

3. The residual loss

Merupakan nilai kerugian yang menyimpang dari keputusan yang dibuat oleh prinsipal, jika prinsipal memiliki informasi sebagaimana agen memilikinya. *The residual loss* menurut Arifin (2005) merupakan penurunan tingkat kesejahteraan prinsipal maupun agen setelah adanya hubungan keagenan. Sehingga biaya *residual loss* merupakan biaya yang ditanggung oleh *principal* untuk mempengaruhi keputusan manajer supaya meningkatkan kesejahteraan *principal* (Haryono, 2005).

Selain biaya keagenan yang diungkapkan oleh Jensen & Meckling (1976), ada beberapa biaya yang juga dapat mengendalikan masalah keagenan menurut Sartono (2001) antara lain: (1) pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajemen atas prestasi yang konsisten yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Salah satu bentuk pemberian insentif adalah *cash bonus*, (2) *fidelity bond* adalah kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga dimana pihak ketiga yang disebut sebagai *bonding company* setuju untuk membayar perusahaan jika manajer berbuat tidak jujur pada perusahaan dan menyebabkan kerugian buat perusahaan, dan (3) *golden parachutes* dan *poison pill*, merupakan salah satu cara untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. *Golden parachutes* adalah suatu kontrak antara manajemen dan pemegang saham yang menjamin bahwa manajemen akan mendapatkan kompensasi sejumlah tertentu apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain atau telah terjadi perubahan pengendalian perusahaan. *Poison pill* adalah usaha pemegang saham untuk menjaga agar perusahaan tidak diambil oleh perusahaan tertentu.

Dengan munculnya biaya keagenan maka dapat membatasi atau mengurangi perilaku agen dalam memaksimalkan keuntungan pribadi tetapi juga dapat menurunkan nilai perusahaan yang disebabkan oleh banyaknya biaya yang dilakukan oleh prinsipal kepada pihak luar. Agar nilai perusahaan tidak turun, maka prinsipal perlu memikirkan cara-cara untuk mengurangi biaya-biaya keagenan yang muncul akibat dari adanya masalah keagenan.

Terdapat beberapa pendekatan dalam mengurangi biaya keagenan antara lain:

1. Dengan meningkatkan kepemilikan dari dalam perusahaan atau disebut kepemilikan manajerial. Jensen & Meckling (1976) mengatakan bahwa penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham. Hal tersebut dapat meminimalkan konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer karena dengan adanya peningkatan tersebut, kedudukan manajer akan sama dengan pemegang saham dalam hal kepemilikan perusahaan. Cara yang dapat dilakukan untuk meningkatkan kepemilikan manajerial adalah dengan memberi *stock option* kepada manajer yaitu hak untuk membeli saham perusahaan di masa mendatang dengan jumlah dan harga yang telah ditentukan diawal. Cara tersebut dapat memberikan dua efek buat perusahaan yaitu dapat mengurangi konflik dan dapat menimbulkan rasa memiliki perusahaan yang dapat mengakibatkan manajer juga menuntut hal yang sama dengan prinsipal yaitu memaksimalkan keuntungan perusahaan sehingga manajer akan bekerja dengan baik Menu

rut Lundstrum (2009) kepemilikan manajerial dapat memberikan pengaruh terhadap biaya keagenan dan ditemukan hubungan yang positif antara kepemilikan manajerial yang merupakan variabel keagenan dengan perubahan kebijakan hutang, hal tersebut didukung oleh Ismiyanti dan Hanafi (2004) yang mengasumsikan bahwa penggunaan hutang akan mengurangi kebutuhan penerbitan saham baru sehingga meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial. Tetapi Putri dan Nasir (2008) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara kebijakan hutang terhadap kepemilikan manajerial karena manajer cenderung tidak menyukai pengawasan oleh *debt holders*.

2. Menggunakan kebijakan hutang. Dengan semakin banyak hutang perusahaan maka dapat mengurangi nilai perusahaan, ini merupakan sisi negatif dari menggunakan kebijakan hutang oleh perusahaan. Tetapi di sisi lain dengan menggunakan kebijakan hutang maka permasalahan keagenan akan berkurang karena adanya pengawasan dari pihak ketiga yaitu pemberi pinjaman (*debtholders*). Perusahaan atau pemegang saham dapat melakukan pengawasan terhadap manajer sehingga menimbulkan biaya pengawasan, bila biaya pengawasan terlalu tinggi maka perusahaan dapat menggunakan kebijakan hutang yang melibatkan pihak ketiga untuk membantu melakukan pengawasan (Easterbrook, 1984).
3. Peningkatan *Dividen Payout Ratio*. Crutchley & Hansen (1989) menyatakan bahwa pembayaran dividen akan menjadi alat pengawasan yang juga dapat merupakan alat *bonding* bagi manajemen. Pengungkapan tersebut sejalan dengan yang disampaikan oleh Jensen & Meckling (1976), dimana salah satu cara untuk mengawasi dan membatasi perilaku manajer adalah meningkatkan *dividen* perusahaan selain meningkatkan pinjaman perusahaan. Cara ini juga dapat menjadi suatu cara dalam mengurangi biaya keagenan karena dengan peningkatan dividen maka akan menarik *investor* baru dari luar perusahaan untuk melakukan investasi sehingga perusahaan dapat memperoleh dana tambahan dari luar dan dapat meminimalkan perilaku agen yang merugikan prinsipal karena pihak ketiga yaitu *investor* baru juga turut mengawasi perilaku agen.
4. Mengaktifkan pengawasan melalui *investor* institusional. Kepemilikan institusional dapat mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer (agen) karena *investor* institusional memiliki saham perusahaan sehingga *investor* tersebut memiliki hak suara untuk digunakan untuk mendukung atau menolak usul-usul atau ide-ide manajer dalam menjalankan perusahaan. Cara ini juga dapat mengurangi biaya keagenan yang dikeluarkan oleh prinsipal.
5. Ancaman untuk dipecat atau *threat of firing*. Ancaman ini digunakan agar agen dapat menunjukkan kinerja yang baik dan memuaskan bagi prinsipal. Ancaman akan dilakukan apabila manajer tidak menunjukkan kinerja yang baik dan tidak melaksanakan apa yang dikehendaki oleh prinsipal.
6. Adanya ancaman untuk diambil alih atau *threat of take overs*. Ancaman ini dapat terjadi bila perusahaan memiliki kinerja yang tidak baik sehingga perusahaan dapat dengan mudah diambil alih oleh perusahaan lain karena nilai perusahaan yang berkinerja tidak baik pada umumnya rendah. Oleh karena itu agar perusahaan tidak diambil oleh perusahaan lain maka manajer akan berusaha semaksimal mungkin untuk memberikan kinerja yang baik karena kinerja manajer merupakan cermin bagi kinerja perusahaan artinya bila kinerja manajernya tidak baik maka kinerja perusahaan juga ikut tidak baik.

Cara lain untuk mengatasi masalah keagenan adalah dengan adanya *corporate governance* yaitu proses dan struktur yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan dengan tujuan utama meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dan tetap

mempertahankan kepentingan stakeholder yang lain' (Arifin, 2005). Menurut Watts (2003) *corporate governance* merupakan salah satu cara yang digunakan untuk memonitor masalah kontrak dan membatasi perilaku yang menguntungkan diri sendiri yang dilakukan oleh manajer/agen karena dalam mekanisme *corporate governance* pemegang saham mayoritas memiliki dorongan yang kuat untuk mengawasi manajemen secara lebih dekat. Dengan adanya *corporate governance* maka perusahaan dapat menurunkan biaya pengawasan, hal ini disebabkan adanya peningkatan pengawasan dan transparansi dalam pengelolaan perusahaan (Adi, 2008). Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional merupakan dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan karena dengan adanya kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan adanya dewan direksi dalam perusahaan maka dapat dilakukan pengawasan sehingga dapat menurunkan biaya keagenan.

II.2. TEORI STRUKTUR MODAL (*CAPITAL STRUCTURE THEORY*)

Setiap perusahaan dalam menjalankan operasi perusahaan akan memerlukan sumber-sumber dana yang merupakan modal perusahaan tersebut. Sumber dana yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk menjalankan operasi perusahaan dan membiayai kegiatan-kegiatan perusahaan dapat diperoleh dengan beberapa cara antara lain dengan mengeluarkan saham baik saham biasa (*common stock*) maupun saham khusus (*preferred stock*), dengan tidak membagikan laba kepada para pemegang saham, dengan berhutang pada pihak ketiga.

Cara-cara tersebut dapat dilakukan oleh perusahaan sesuai dengan kebutuhan dan keinginan perusahaan dalam memperoleh modal untuk menjalankan perusahaannya. Agar usaha perusahaan dapat berjalan maka perusahaan perlu menentukan struktur modal yang menjadi landasan perusahaan dalam menjalankan operasi perusahaannya. Struktur modal merupakan cermin dari kebijaksanaan perusahaan dalam menentukan jenis sekuritas yang dikeluarkan, karena masalah struktur modal erat hubungannya dengan masalah kapitalisasi, struktur modal adalah susunan jenis-jenis dana yang membentuk kapitalisasi (Riyanto, 1995)

Teori struktur modal dikemukakan oleh Franco Modigliani & Merton Miller (MM) pada tahun 1958, mereka menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Pernyataan tersebut dikemukakan karena ditemukan bahwa nilai perusahaan yang perusahaannya didanai dengan hutang ternyata lebih tinggi dibanding dengan nilai perusahaan yang perusahaannya tidak didanai oleh hutang. Sehingga harga saham yang mencerminkan nilai perusahaan tersebut akan meningkat pada perusahaan yang menggunakan hutang sebagai salah satu sumber modalnya.

Pada tahun 1963, MM mengemukakan dalam artikelnya *Taxes and The Cost of Capital: A Correction* bahwa dengan adanya pajak, maka nilai perusahaan akan dipengaruhi oleh struktur modal, sehingga semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya, hal ini disebabkan karena pendapatan pemegang saham dibayarkan dari pendapatan setelah pajak. Haryono (2005) mengungkapkan bahwa proporsi hutang dapat memberikan pengaruh yang positif dan negatif terhadap fluktuasi harga saham atau nilai perusahaan dan pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil dari biaya yang ditimbulkan.

Tetapi perusahaan tidak dapat menggunakan hutang 100% dalam membiayai kegiatan perusahaan walaupun diketahui hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena dalam menggunakan hutang yang merupakan salah satu kebijakan struktur modal menurut Bringham & Houston (2001) perlu dilihat perimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian.

Terdapat beberapa pendekatan dalam menjelaskan teori struktur modal yang optimal

antara lain (Hanafi, 2004):

1. Pendekatan laba bersih (NI), Pendekatan laba operasi bersih (NOI), dan pendekatan tradisional. Ketiga pendekatan tersebut dikembangkan oleh David Duran pada tahun 1952, pada pendekatan-pendekatan tersebut diasumsikan bahwa pajak perusahaan adalah nol.
 - Pendekatan laba bersih (NI)
Pendekatan ini mengasumsikan bahwa *investor* mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah hutang dengan tingkat biaya hutang yang konstan pula. Berdasarkan asumsi tersebut maka dapat menyebabkan nilai perusahaan meningkat yang dikarenakan tingkat kapitalisasi dan tingkat biaya hutang yang konstan, sehingga semakin besar jumlah hutang yang digunakan perusahaan dan biaya rata-rata tertimbang semakin kecil.
 - Pendekatan laba operasi bersih (NOI)
Pendekatan ini mengasumsikan bahwa biaya hutang konstan, penggunaan hutang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena asumsi yang demikian maka pendekatan ini menyatakan *investor* memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan hutang oleh perusahaan. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting bagi *investor*.
 - Pendekatan tradisional
Pendekatan ini mengasumsikan hingga rasio hutang tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Pendekatan tradisional ini menyatakan bahwa terdapat struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan. Menurut Hanafi (2004) struktur modal dapat diubah-ubah agar diperoleh struktur modal yang optimal yang mengakibatkan nilai perusahaan yang optimal.
2. Pendekatan Modigliani-Miller (MM), dimana didalam pendekatan ini, MM memperkenalkan teori struktur modal dengan beberapa asumsi yaitu (Megginson, 1997): semua aktiva berwujud dimiliki oleh perusahaan, dan pasar modal sempurna. Hal ini mengandung arti bahwa tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi, dan tidak ada biaya kebangkrutan. Selain itu informasi selalu tersedia bagi semua *investor* dan dapat diperoleh tanpa biaya, *investor* dapat melakukan diversifikasi investasi secara sempurna.
3. Perusahaan hanya dapat menerbitkan dua macam sekuritas yakni ekuitas yang beresiko dan hutang bebas.
4. Individu maupun perusahaan dapat meminjam atau meminjamkan uang dengan tingkat suku bunga bebas risiko.
5. Para *investor* mempunyai ekspektasi yang sama terhadap keuntungan perusahaan dimasa mendatang.
6. Semua perusahaan tidak mengalami pertumbuhan artinya arus kas diasumsikan konstan dan semua laba dibagikan dalam bentuk dividen.
7. Semua perusahaan dapat dikelompokkan dalam satu kelompok kembalian dan kembalian saham dari semua perusahaan dalam kelompok tersebut adalah proposional.

Berdasarkan asumsi-asumsi diatas, maka MM mengajukan dua proposisi yang dikenal dengan nama Proposisi MM Tanpa Pajak. Proporsi MM Tanpa Pajak ini dapat dibagi dalam dua

bagian antara lain:

1. Proposisi I

Karena pajak tidak diperhitungkan, MM berpendapat bahwa kenaikan hutang pada struktur modal akan menaikkan ROE yang sekaligus dapat menaikkan risiko investor. Tetapi karena dua pengaruh tersebut yaitu risiko kebangkrutan dan tanpa pajak tersebut saling meniadakan, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang menjadi sama dengan nilai perusahaan tanpa hutang. Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat diperoleh model:

$$VL = VU \dots\dots\dots(2.1)$$

dimana VL adalah nilai perusahaan dengan hutang, dan VU adalah nilai perusahaan tanpa hutang. Berdasarkan persamaan tersebut maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

2. Proposisi II

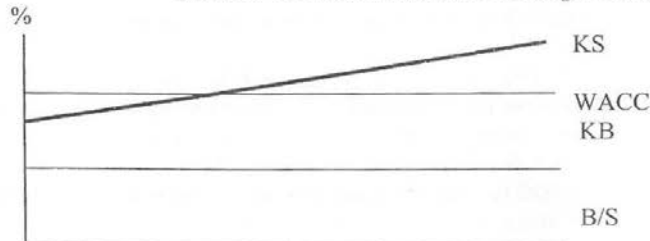
Pada proposisi II, MM menjelaskan bahwa tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk perusahaan yang menggunakan hutang akan naik secara proposional terhadap peningkatan rasio hutang dengan saham. Dengan demikian model untuk proporsi II adalah:

$$KS = KO + (B/S)*(KO-KB) \dots\dots\dots(2.2)$$

dimana KS = tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk saham, KO = tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk perusahaan tanpa hutang, B/S = rasio hutang dengan saham, dan KB = tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk hutang

MM menyatakan dengan menggunakan hutang yang semakin banyak maka perusahaan dapat menggunakan sumber modal yang lebih murah dengan porsi yang semakin besar karena penggunaan hutang yang besar dapat menyebabkan turunnya biaya modal rata-rata tertimbang bilamana KS dalam kondisi konstan. Tetapi pada umumnya dengan semakin meningkatnya hutang, maka KS juga akan mengalami peningkatan sehingga menyebabkan nilai perusahaan menjadi konstan. Hal tersebut dapat dilihat pada gambar dibawah ini.

Gambar 2.1: Nilai Perusahaan Dengan Hutang



Bila struktur modal memperhitungkan adanya pajak pendapatan, proporsi yang diajukan oleh MM dapat mengalami perubahan dan perubahan tersebut dijelaskan oleh Modigliani & Miller dalam penelitian lanjutnya dengan memasukkan variabel pajak pada proposisi-proposisi yang telah dikemukakan sebelumnya. Penambahan pajak dalam menghitung struktur modal dilakukan oleh MM karena ditemukan bahwa dengan adanya hutang maka dapat menghemat pajak yang merupakan bagian pengeluaran pada perusahaan. Dengan adanya penambahan tersebut maka kedua proporsi yang telah diajukan oleh MM mengalami perubahan menjadi:

1. Proposisi I dengan pajak

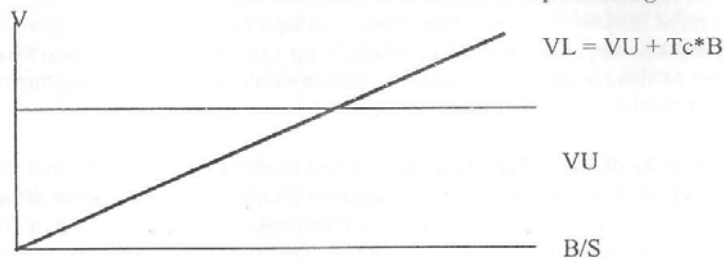
Bila sebelumnya dalam proposisi I dinyatakan bahwa nilai perusahaan dengan menggunakan hutang akan sama dengan nilai perusahaan tanpa menggunakan hutang, maka bila ditambahkan dengan pajak maka dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat sebesar peningkatan penggunaan hutang sehingga dapat disimpulkan besarnya nilai perusahaan dipengaruhi oleh struktur modal yang digunakan.

Model dan grafik dari proposisi I dengan pajak sebagai berikut:

$$VL = VU + Tc \cdot B \dots\dots\dots(2.3)$$

dimana VL = nilai perusahaan dengan hutang, VU = nilai perusahaan tanpa hutang, Tc = tingkat pajak, dan B = besarnya hutang

Gambar 2.2: Nilai Perusahaan Tanpa Hutang



2. Proposisi II dengan pajak

Dalam proposisi II dengan pajak dinyatakan bahwa biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya hutang sedangkan penghematan dari pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham. Dari pernyataan tersebut maka diperoleh model:

$$KS = KO + (B/S) \cdot (1 - Tc) \cdot (KO - KB) \dots\dots\dots(2.4)$$

Dari model MM baik yang memperhitungkan adanya pajak dengan yang tidak memperhitungkan pajak maka dapat diperoleh beberapa hal yaitu:

- Dalam situasi tanpa pajak, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal sehingga nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh jumlah hutang, akibatnya biaya modal rata-rata tidak dipengaruhi oleh struktur modal.
- Bila perusahaan semakin banyak menggunakan hutang maka akan semakin besar risiko yang harus ditanggung karena perusahaan harus membayar biaya bunga yang lebih banyak. Selain itu juga muncul biaya ekuitas yang semakin tinggi dengan penambahan hutang karena para pemegang saham menuntut kembalian yang lebih tinggi.
- Terdapat pengaruh positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan pada saat perusahaan memperhitungkan pajak dalam struktur modalnya. Dengan adanya pajak akan memberikan manfaat dalam pendanaan yang berasal dari hutang. Manfaat tersebut diperoleh dari beban biaya bunga hutang yang dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya yang mengurangi besaran laba kena pajak.

Model struktur modal yang diperkenalkan oleh Modigliani & Miller mendapat beberapa

kritik yang disampaikan oleh Siaw (1999), Brigham & Enhardt (2005), dan Sartono (2001) yang mengkritik relevansi dari asumsi-asumsi yang digunakan dalam model tersebut antara lain: (1) asumsi bahwa tidak adanya biaya transaksi adalah tidak benar dalam berbagai situasi, khususnya untuk *investor* dalam menentukan struktur modal secara bersama-sama, (2) asumsi bahwa perorangan dan perusahaan dapat meminjam uang dengan tingkat suku bunga yang sama adalah tidak benar. Hal ini disebabkan suku bunga bagi perusahaan akan lebih rendah daripada untuk perorangan, (3) model tersebut tidak memperhitungkan adanya perbedaan struktur pajak yang dihadapi oleh perusahaan yang berhubungan dengan hasil penjualan dan perolehan laba karena bila perolehan labanya berubah maka akan berpengaruh terhadap manfaat pajak yang diperoleh, (4) dalam model MM, manfaat pajak meningkat seturut dengan peningkatan jumlah hutang, hal tersebut didasarkan pada asumsi bahwa biaya hutang tidak berubah dan perusahaan dapat menggunakan pembayaran biaya bunga untuk mengurangi pajak dengan persentase yang sama. Hal tersebut tidak benar karena perusahaan tidak 100% didanai oleh hutang dan adanya peraturan yang membatasi jumlah hutang yang dianggap layak bagi suatu perusahaan oleh Direktorat Pajak, (5) MM juga mengasumsikan tidak ada konflik antar pihak dalam perusahaan. Pada kenyataannya terjadi konflik antar pihak dalam perusahaan sehingga memunculkan masalah keagenan dan dapat menimbulkan biaya yang sangat besar yaitu biaya keagenan, dan (6) dalam model MM tidak diperhitungkan adanya *financial distress* yang dapat terjadi pada perusahaan.

Berdasarkan kritik-kritik yang telah dikemukakan dan untuk memperbaiki model struktur modal, maka muncul teori *trade-off* struktur modal (*static trade-off capital structure theory*) yang memperhitungkan manfaat dan biaya-biaya dari penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan. Teori ini menyatakan bahwa adanya suatu *trade off* antara biaya-biaya yang dikeluarkan akibat adanya hutang dengan penghematan pajak yang merupakan manfaat dari adanya hutang tersebut. Menurut Barakat (2008) model dari teori *trade-off* adalah pemilihan struktur hutang yang bergantung pada keuntungan atau manfaat dan biaya dari hutang tersebut.

Manfaat dari penggunaan hutang menurut Mardiyanto (2009) adalah berasal dari penghematan pajak (*tax shield*) yang memungkinkan perusahaan untuk mengurangi beban pajak. Sedangkan biaya-biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan karena menggunakan hutang adalah:

1. Biaya beban keuangan

Dengan menggunakan hutang sebagai modal perusahaan maka perusahaan wajib menanggung bunga atas hutang tersebut, bila hutang perusahaan semakin besar maka biaya bunga yang dibayarpun semakin besar dan perusahaan memiliki risiko yang cukup besar bila terdapat kegagalan dalam pembayaran bunga hutang. Kegagalan tersebut dapat menjadi beban keuangan bagi perusahaan dan wujud beban keuangan yang paling berat adalah kebangkrutan. Biaya beban keuangan atau dapat disebut sebagai biaya kebangkrutan dapat dibagi menjadi dua yaitu:

- Biaya langsung yaitu biaya yang dikeluarkan secara langsung oleh perusahaan untuk mengurus proses kebangkrutan perusahaan seperti biaya administrasi, biaya pengacara, dan lain-lain.
- Biaya tidak langsung yaitu biaya yang bersifat implisit yang ditanggung oleh perusahaan akibat adanya kebangkrutan seperti biaya kesempatan (*opportunity cost*) yang hilang akibat adanya kebangkrutan tersebut, biaya rekrutmen yang muncul karena pekerja yang berkualitas yang keluar dari perusahaan karena hilangnya kepercayaan pekerja kepada perusahaan.

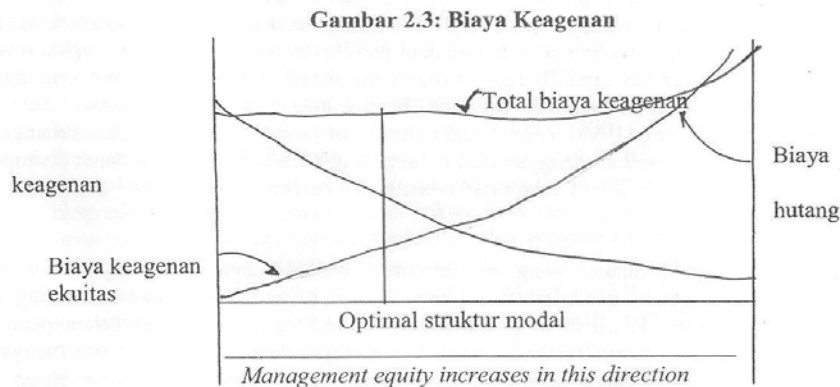
2. Biaya keagenan

Biaya keagenan merupakan biaya lain yang disebabkan adanya hutang perusahaan. Biaya

keagenan muncul sebagai bentuk antisipasi dari pemberi pinjaman untuk menghadapi kemungkinan rugi dan untuk membatasi penggunaan hutang oleh manajer. Biaya keagenan dapat dibagi menjadi dua yaitu:

- Biaya keagenan hutang (*debt agency cost*)
Biaya tersebut muncul pada saat kreditur mengantisipasi kemungkinan rugi dari investasi dalam proyek baru, bila investasi tersebut didanai dengan hutang. Biaya tersebut terjadi sebagai akibat dari adanya konflik antara pemegang saham dan kreditur, dimana pemegang saham ingin menggunakan hutang untuk melakukan investasi yang berisiko agar laba perusahaan dapat meningkat bila investasinya berhasil sedangkan kreditur lebih memperhatikan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang yang dikarenakan pendapatan kreditur berasal dari biaya bunga yang dibayar oleh perusahaan.
- Biaya keagenan ekuitas (*Equity agency cost*)
Biaya keagenan ekuitas terjadi sebagai akibat dari adanya konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen, pihak manajemen terkadang tidak bertindak sesuai dengan keinginan atau kepentingan pemegang saham tetapi lebih ke arah kepentingan pribadi pihak manajemen sehingga pemegang saham akan menanggung biaya keagenan ekuitas yang digunakan untuk memantau kegiatan pihak manajemen.

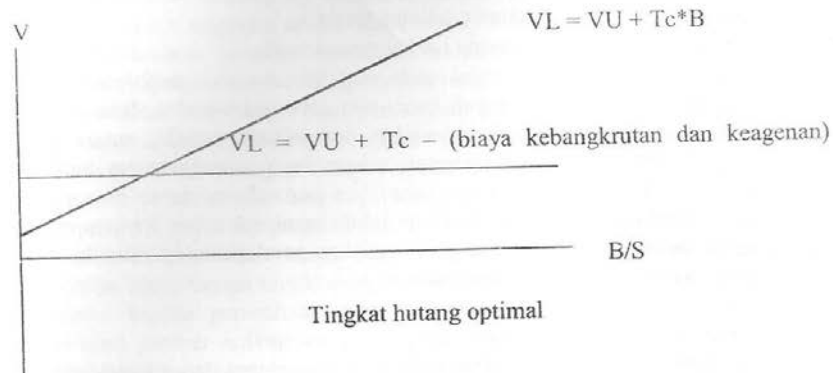
Dengan adanya biaya keagenan yang diperhitungkan dalam menentukan kebijakan struktur modal maka grafik dibawah ini menunjukkan hubungan antara hutang dan ekuitas yang akan meminimumkan total biaya keagenan.



Model dan grafik dalam menjelaskan nilai perusahaan dengan memperhitungkan biaya-biaya yang dikeluarkan pada struktur modal adalah:

Model nilai perusahaan dengan biaya struktur modal: $V_L = V_U + PV \text{ Penghematan Pajak} - [PV \text{ biaya kebangkrutan} + PV \text{ biaya keagenan}]$. Grafik nilai perusahaan dengan biaya struktur modal:

Gambar 2.4: Nilai Perusahaan Dengan Biaya Struktur Modal



Grafik tersebut menunjukkan bahwa nilai perusahaan akan meningkat sejalan dengan peningkatan jumlah hutang, tetapi pada suatu titik tertentu nilai perusahaan akan menurun. Pada titik itulah dapat dikatakan bahwa tingkat hutang sudah mencapai tingkat yang optimal.

Untuk menentukan struktur modal yang optimal yang dapat digunakan oleh perusahaan maka perlu mempertimbangkan beberapa faktor dibawah ini antara lain (Mardiyanto, 2009):

1. Risiko bisnis

Risiko bisnis dipengaruhi oleh empat hal antara lain perubahan penjualan, perubahan harga masukan, kemampuan menyesuaikan perubahan dan tingkat *leverage* operasi. Perusahaan dapat menghadapi risiko bisnis yang kecil apabila penjualan stabil, harga masukan stabil, kemampuan menyesuaikan perubahan dengan cepat dan tingkat *leverage* operasi yang rendah. Apabila risiko bisnis perusahaan kecil maka terdapat kemungkinan perusahaan akan menambah proporsi hutang pada struktur modalnya. Selain itu Wiwattanakantang (1999) menyatakan perusahaan yang mempunyai risiko kebangkrutan yang tinggi disarankan menggunakan hutang yang kecil saja, sehingga dapat disimpulkan terdapat hubungan negatif antara risiko bisnis dan hutang.

2. Pajak

Dengan adanya hutang yang menimbulkan beban bunga maka dapat mengurangi pembayaran pajak. Berdasarkan hal tersebut maka perusahaan akan cenderung untuk memilih hutang dalam membentuk struktur modal daripada ekuitas dalam pendanaan investasinya. Menurut Barakat (2008), model pajak dalam struktur modal menyatakan bahwa dengan adanya selisih tingkat pajak yang tinggi maka perusahaan akan memperoleh insentif untuk menggunakan lebih banyak hutang.

3. Fleksibilitas keuangan

Fleksibilitas keuangan berhubungan dengan kemampuan perusahaan dalam memperoleh modal pada masa-masa kritis. Dalam kondisi tersebut sebaiknya perusahaan menerbitkan saham baru untuk memperkuat struktur modal serta meningkatkan stabilitas keuangan.

4. Sikap manajer

Bila manajer memiliki sikap yang agresif maka cenderung memilih hutang dalam pembentukan struktur modalnya, sedangkan bila sikap manajernya adalah konservatif maka manajer tersebut cenderung memilih untuk menerbitkan saham baru dalam pembentukan struktur modalnya.

Selain keempat faktor yang dijelaskan oleh Mardiyanto (2009), terdapat banyak faktor lain yang perlu dipertimbangkan untuk menghasilkan struktur modal yang optimal menurut Sartono (2001), Sugiarto (2009), dan Hanafi (2004) adalah:

1. Tingkat penjualan (*Sales*)

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil berarti memiliki aliran kas yang relatif stabil sehingga dapat menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil.

2. Struktur Aset (*Tangible Asset*)

Aset berwujud seperti bangunan, tanah dan peralatan dapat dengan mudah bagi pihak luar untuk menilai dibandingkan dengan aset tidak berwujud seperti nama baik. Perusahaan yang memiliki aset berwujud dan tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar. Hal ini dikarenakan skala perusahaan yang besar memiliki akses sumber dana yang luas dibandingkan dengan perusahaan kecil. Disamping itu perusahaan dengan jumlah aset yang besar dapat menggunakan asetnya sebagai jaminan untuk hutang perusahaan. Tetapi dengan jumlah aset tetap yang besar ternyata dapat meningkatkan risiko bisnis karena perusahaan semakin meningkatkan hutang dengan jumlah aset yang besar. Wiwattanakantang (1999), dan Chen & Hammes (2003) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara aset berwujud dengan hutang, sedangkan pada model pajak dan keagenan diperkirakan terdapat hubungan positif antara rasio aktiva tetap dengan hutang yang disebabkan aktiva tetap dapat dipakai sebagai jaminan pinjaman. Selain itu Frank & Goyal (2009) menyatakan bahwa hubungan positif tersebut dikarenakan biaya-biaya yang muncul sedikit atau rendah serta sedikit hutang yang berhubungan dengan permasalahan keagenan.

3. Tingkat pertumbuhan perusahaan (*Growth*)

Myers (1977) dan Rozeff (1982) mengidentifikasi kesempatan tumbuh dimasa depan (*growth opportunity*) sebagai suatu determinan penting bagi struktur modal. Tingkat pertumbuhan perusahaan dapat dilihat dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan sebagai salah satu faktornya. Menurut Sartono (2001) bila kedua biaya tersebut meningkat maka ada harapan bahwa perusahaan akan bertumbuh. Pada saat perusahaan mengalami pertumbuhan maka perusahaan sebaiknya menahan laba untuk membiayai ekspansi perusahaan karena memberikan kebebasan pada manajer untuk melakukan investasi. Hal yang sama juga di tunjukkan oleh Wiwattanakantang (1999) bahwa *market to book ratio* yang signifikan menunjukkan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menggunakan lebih sedikit hutang. Menurut Myers (1977), dan Chen & Hames (2003) kesempatan tumbuh dimasa depan berpengaruh negatif terhadap struktur modal yang dikarenakan potensi pertumbuhan yang tinggi berhubungan dengan *expected future cash flow* dan kapitalisasi pasar yang lebih tinggi sehingga memungkinkan perusahaan memiliki biaya pendanaan ekuitas yang lebih rendah. Titman & Wessels (1988) menyatakan terdapat hubungan yang positif antara pertumbuhan dengan rasio hutang jangka pendek bila dalam perusahaan yang berkembang mengubah pendanaan jangka panjang menjadi pendanaan jangka pendek.

4. Profitabilitas

Profitabilitas mencerminkan ukuran kemampuan memperoleh laba dari suatu perusahaan untuk mendanai investasi. Data profitabilitas pada tahun-tahun sebelumnya merupakan faktor penting dalam menentukan struktur modal perusahaan. Bila keuntungan perusahaan tinggi yang tercermin pada laba ditahan yang besar maka perusahaan akan menggunakan laba ditahan tersebut sebagai sumber dana untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan terlebih dahulu sebelum menggunakan hutang atau melakukan penjualan saham baru. Hubungan yang terjadi antara struktur modal terutama hutang

dengan profitabilitas menurut Titman & Wessels (1988), dan Tong & Green (2004) adalah negatif karena dengan profitabilitas yang tinggi maka laba ditahan akan tinggi juga sehingga perusahaan lebih suka menggunakan laba ditahan sebagai sumber dana yang mengakibatkan *debt to equity ratio* menjadi lebih rendah. Tetapi dengan menggunakan kerangka kerja keagenan menurut Jensen (1986) terdapat hubungan yang positif antara profitabilitas dengan penggunaan hutang karena penggunaan hutang dalam teori keagenan merupakan alat untuk membatasi perilaku agen dalam hal ini manajer yang memaksimalkan keuntungan pribadi dibandingkan memaksimalkan keuntungan prinsipal dalam hal ini *shareholders*. Sedangkan menurut Rajan & Zingales (1995) bahwa profitabilitas mempunyai hubungan yang negatif terhadap hutang apabila dalam jangka pendek dividen dan investasi bersifat tetap dan bila pendanaan hutang merupakan model yang dominan dalam pendanaan dari luar perusahaan. Hubungan negatif ini akan semakin kuat apabila ukuran perusahaan meningkat.

5. Variabel laba dan perlindungan pajak.

Variabel laba berhubungan dengan stabilitas penjualan, bila volatilitas laba perusahaan kecil maka perusahaan mempunyai kemampuan yang lebih besar untuk menanggung beban tetap dari hutang yaitu biaya bunga. Dengan adanya hutang maka perusahaan dapat memperoleh manfaat penghematan pajak.

6. Skala perusahaan (*Firm size*)

Skala perusahaan merupakan ukuran bagi informasi asimetris antara perusahaan dan pasar modal. Rajan & Zingales (1995) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan dapat menurunkan informasi asimetris pada perusahaan besar. Menurut Sugiarto (2009) ukuran perusahaan dapat berperan sebagai indikator risiko perusahaan antara lain:

- Semakin kecil ukuran perusahaan maka semakin tinggi risiko pasar.
- Perusahaan-perusahaan kecil memiliki peluang lebih tinggi untuk menjadi target pengambilalihan atau akuisisi.
- Menurut Sugiarto (2009), perusahaan-perusahaan kecil tidak dapat mengakses pasar hutang jangka panjang karena kesempatan tumbuhnya melebihi aset yang dijamin.

Perusahaan yang berskala besar dapat dengan mudah memperoleh modal di pasar modal karena perusahaan berskala besar memiliki banyak akses untuk memperoleh dana. Barakat (2008) menyatakan bahwa rasio hutang berhubungan dengan ukuran perusahaan dengan pembuktian bahwa biaya kebangkrutan memiliki hubungan yang negatif dengan ukuran perusahaan untuk jenis usaha kereta api. Sedangkan menurut Titman & Wessels (1988) bahwa terdapat hubungan yang positif antara ukuran perusahaan dengan *debt to book value of equity ratio* dan memiliki hubungan yang negatif dengan hutang jangka pendek.

Penemuan Titman & Wessels (1988) tersebut didukung oleh Wiwattanakantang (1999) karena menurutnya perusahaan besar cenderung terdiversifikasi sehingga dapat menurunkan risiko kebangkrutan dan dapat memberikan informasi yang lebih banyak sehingga dapat menurunkan biaya pengawasan dan dengan adanya kelengkapan informasi maka dapat memperkecil timbulnya informasi yang asimetri antara pihak perusahaan dengan *investor* luar sehingga mendorong perusahaan untuk menggunakan saham sebagai modal perusahaan, akibatnya muncul hubungan negatif antara ukuran dan hutang.

7. Kondisi interen perusahaan dan ekonomi makro

Kondisi interen dan ekonomi makro merupakan faktor yang menentukan kapan saat yang

tepat bagi perusahaan untuk menjual saham dan obligasi. Selain itu kondisi ekonomi dan pasar keuangan dapat juga mempengaruhi keputusan struktur modal dimana pada saat suku bunga tinggi mungkin perusahaan lebih mengarahkan pendanaan kepada *short-term debt* dan sebaliknya akan melakukan *refinance* dengan *long-term debt* atau *equity*. Selain kondisi interen perusahaan, jenis industri juga dapat mempengaruhi keputusan dalam pembentukan struktur modal. Titman & Wessels (1988) menyatakan industri yang bergerak pada bidang manufaktur akan kurang menggunakan hutang dalam pendanaannya.

8. *Non-debt tax shield*

Manfaat dari adanya hutang adalah bunga hutang yang dapat dipakai sebagai pengurang pajak. Tetapi terdapat cara lain untuk mengurangi pajak yaitu dengan menghitung depresiasi yang merupakan biaya tetap non-bunga, mengadakan dana pensiun. Sehingga bila *non-debt tax shield* tinggi maka perusahaan tidak perlu menggunakan hutang yang tinggi. Hal tersebut juga dinyatakan oleh Frank & Goyal (2009), yang menyatakan bahwa *non-debt tax shields* merupakan substitusi untuk keuntungan pajak dari adanya hutang. Perusahaan yang memiliki *non-debt tax shield* yang besar akan memiliki hutang yang kecil pada struktur modalnya (Titman & Wessels, 1988).

9. Umur perusahaan (*Firm age*)

Perusahaan yang berusia muda cenderung lebih banyak menghadapi informasi yang asimetris sehingga mereka lebih menghindari pasar saham dan lebih memilih hutang sebagai salah satu instrumen dalam pendanaan perusahaannya sehingga berdasarkan pernyataan tersebut ditemukan hubungan yang positif antara umur perusahaan dan hutang, tetapi juga ada yang menunjukkan hubungan yang negatif antara umur perusahaan dan hutang. Hal tersebut dapat terjadi berdasarkan perkembangan perusahaan itu sendiri. Bila hubungannya dinyatakan positif ini menandakan perusahaan tersebut berusia muda dan sebaliknya bila hubungannya negatif.

10. *Earning volatility*

Menurut Sa'diyah (2007) *volatility* merupakan sesuatu yang menunjukkan kenaikan atau penurunan harga secara tajam dalam jangka pendek. Ahmad (2003), dan Sa'diyah (2007) menyatakan terdapat hubungan negatif antara *earning volatility* dengan tingkat hutang perusahaan, hal ini disebabkan karena *earning volatility* yang tinggi dianggap oleh pasar sebagai hasil kinerja manajemen yang buruk sehingga perusahaan yang demikian sulit untuk memperoleh dana eksternal maupun pinjaman. Barakat (2008) menegaskan bahwa *volatility* dan rasio hutang yang optimal merupakan hubungan yang terbalik.

II.3. FAKTOR STRUKTUR MODAL DALAM TEORI KEAGENAN

Setelah mengetahui faktor-faktor yang membentuk struktur modal yang optimal maka pembahasan berikutnya adalah untuk menghubungkan faktor-faktor tersebut, tentunya tidak semuanya dengan teori keagenan. Hubungan yang akan dijelaskan pada bagian ini diambil dari artikel *The Theory of Capital Structure* (Harris & Raviv, 1991). Pada artikel ini menjelaskan hubungan antara hutang dengan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yang optimal dalam teori keagenan antara lain:

1. Hutang memiliki hubungan yang positif dengan nilai perusahaan, hal tersebut diungkapkan oleh Harris & Raviv (1990a), Stulz (1990), Hirshleifer & Thakot (1989). Makna dari hubungan tersebut adalah dengan adanya penggunaan hutang oleh perusahaan maka manajer dalam hal ini disebut agen akan mengerjakan semua kebijakan-kebijakan yang dikeluarkan oleh perusahaan sehingga tujuan yang ditetapkan oleh perusahaan dapat tercapai. Bila tujuan telah tercapai maka laba perusahaan akan mengalami peningkatan sehingga dapat menyebabkan nilai perusahaan akan meningkat melalui peningkatan harga saham. Hal ini

dapat terjadi karena adanya kesadaran manajer yang ingin perusahaannya tetap berjalan, tidak bangkrut karena tidak dapat menutupi biaya bunga yang berasal dari hutang perusahaan.

2. Hutang berkorelasi positif dengan kesempatan tumbuh perusahaan, hal tersebut dikemukakan oleh Jensen & Meckling (1976) dan Stulz (1990). Makna dari hubungan tersebut adalah apabila perusahaan menggunakan hutang, maka perusahaan (prinsipal) dapat mengendalikan perilaku manajer (agen) walaupun tidak sepenuhnya sehingga kemungkinan penyimpangan pekerjaan yang dikerjakan oleh manajer akan berkurang karena adanya pengawasan oleh pihak ketiga yaitu kreditor. Dengan demikian perusahaan mempunyai kesempatan tumbuh dengan syarat hutang perusahaan adalah hutang jangka pendek. Bila menggunakan hutang jangka panjang maka kesempatan tumbuh perusahaan akan berbanding terbalik karena adanya biaya hutang yang besar yang harus dibayar oleh perusahaan.
3. Hutang meningkat dengan adanya penurunan keuntungan, hal tersebut dinyatakan oleh Chang (1987). Makna dari hubungan tersebut adalah dengan perusahaan banyak melakukan pinjaman maka secara tidak langsung dapat menurunkan laba perusahaan karena hutang yang semakin besar akan menimbulkan biaya bunga yang besar walaupun menggunakan hutang dapat mengendalikan perilaku agen dan dapat menjadi alat untuk memecahkan masalah keagenan, tetapi hutang yang berlebihan dapat juga merugikan perusahaan dan dapat menimbulkan biaya kebangkrutan apabila perusahaan tidak dapat membayar beban bunga.
4. Hutang meningkat bersamaan dengan peningkatan aliran kas bebas, hal tersebut diungkapkan oleh Jensen (1986) dan Stulz (1990). Makna dari hubungan tersebut adalah berdasarkan teori keagenan agar tidak terjadi konflik antara pemegang saham dan manajer karena tidak dibagikannya aliran kas bebas kepada pemegang saham, maka perusahaan akan menggunakan hutang untuk mengeluarkan aliran kas bebas sehingga dengan semakin meningkatnya aliran kas bebas maka akan terdapat peningkatan penggunaan hutang. Aliran kas bebas digunakan untuk membayar biaya bunga agar perusahaan tidak mengalami kebangkrutan.
5. Hutang meningkat bersamaan dengan penurunan dalam biaya investigasi, hal tersebut dikemukakan oleh Harris & Raviv (1990a). Makna dari hubungan tersebut adalah dengan adanya penggunaan hutang maka kinerja manajer diawasi oleh pihak ketiga, sehingga manajer akan berusaha menunjukkan kinerja terbaiknya. Oleh karena itu perusahaan tidak perlu mengeluarkan biaya investigasi untuk menginvestigasi perilaku manajer dan kinerja manajer. Dengan demikian biaya investigasi akan turun dengan adanya peningkatan hutang perusahaan.
6. Meningkatnya hutang dengan meningkatnya reputasi manajerial yang dinyatakan oleh Hirshleifer & Thakor (1989). Hal tersebut disebabkan dengan adanya pihak ketiga yang mengawasi kinerja manajer sehingga manajer menghasilkan kinerja dengan baik dan akan menyebabkan meningkatnya reputasi manajerial.
7. Harga saham meningkat pada saat perusahaan mengumumkan penggunaan hutang, hal ini diungkapkan oleh Harris & Raviv (1990a). Hal tersebut dapat terjadi karena terdapat hubungan yang searah antara harga saham yang mencerminkan nilai perusahaan dan hutang perusahaan. Berdasarkan teori MM dalam struktur modal dinyatakan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan maka perusahaan dapat meningkatkan penggunaan hutang sampai batas tertentu. Oleh karena itu bila perusahaan menambah hutang maka harga saham

akan mengalami peningkatan.

8. Dengan adanya penurunan hutang maka dapat meningkatkan ukuran perusahaan, hal ini ditunjukkan oleh Kester (1986), Kim & Sorensen (1986), Titman & Wessels (1988). Hal tersebut dapat terjadi karena penurunan hutang dapat menurunkan beban biaya pengeluaran perusahaan yaitu beban bunga sehingga laba perusahaan dapat meningkat bila biaya berkurang. Dengan adanya laba yang besar maka perusahaan dapat melakukan pengembangan usaha sehingga ukuran perusahaan akan bertambah dengan asumsi bahwa masih ada peluang investasi yang positif sehingga manajer akan mengembangkan usaha dengan menggunakan laba perusahaan sebagai alternatif pembiayaan ekspansi perusahaan.

II.4. PENELITIAN TERDAHULU

Terdapat beberapa penelitian yang menjelaskan mengenai teori agensi dalam teori struktur modal khususnya berhubungan dengan penggunaan kebijakan hutang dalam menangani masalah keagenan antara lain:

1. Joshua Abor (2008)

Judul Penelitian: *Agency Theoretic Determinants of Debt Levels: Evidence from Ghana*

Data yang digunakan: Laporan keuangan 120 perusahaan UMKM yang ada di negara Ghana pada tahun 1998 – 2003.

Metode analisis data: Analisis *cross-sectional time series* (panel) *regression model*.

Hasil penelitian: Kepemilikan manajerial memiliki hubungan yang negatif terhadap tingkat hutang dan kepemilikan manajerial merupakan ukuran yang penting dalam struktur modal UMKM di negara Ghana.

2. Mounther H. Barakat (2008)

Judul Penelitian: *A Test of The Agency Conflict and Control Effect on Capital Structure: The Case of Middle Eastern Arab Countries*

Data yang digunakan: 461 perusahaan non keuangan yang ada pada pasar modal negara Arab pada tahun 1996 – 2003.

Metode analisis data: *OLS regression*.

Hasil penelitian: Struktur modal dalam model keagenan tidak mendukung temuan dari *Middle Eastern Arab Economies*. Hal tersebut menunjukkan bahwa teori keagenan tidak sesuai seperti yang terjadi pada perekonomian barat karena pemberi hutang mayoritas juga merupakan pemegang saham pada perusahaan sehingga tidak akan terjadi konflik antara pemegang saham dan pemberi hutang. Selain itu pada negara Arab juga menggunakan hutang yang minimal dalam pembiayaan perusahaannya sehingga konflik keagenan kecil terjadinya.

3. Imanda Firmantyas Putri dan Mohammad Nasir (2006)

Judul Penelitian: *Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan*.

Data yang digunakan: 166 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ pada tahun 2000-2004.

Metode analisis data: *Two stage least squares*.

Hasil penelitian: Penggunaan hutang dapat meningkatkan pengawasan dari pemberi hutang terhadap manajer sehingga dapat membuat pemegang saham lebih tenang karena pembiayaan investasi tidak menggunakan dana pemegang saham yang akhirnya dapat mengurangi risiko dari pemegang saham.

4. D. Agus Harjito dan Nurfauziah (2006)

Judul Penelitian: *Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan*

Dividen Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia

Data yang digunakan: Data laporan tahunan 69 perusahaan kecuali perusahaan dari sektor keuangan dan perbankan yang terdaftar di BEJ pada tahun 2001 – 2004.

Metode analisis data: Metode regresi kuadrat terkecil dua tingkat (2SLS).

Hasil penelitian: Hubungan saling menggantikan antara kebijakan hutang, *insider ownership*, dan kebijakan dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi tidak sepenuhnya terjadi di Indonesia. Selain itu dua kebijakan tersebut tidak dapat saling menggantikan dalam mengurangi masalah agensi di Indonesia, artinya walaupun menggunakan tingkat hutang yang tinggi, peranan dividen sebagai mekanisme pengawasan tidak dapat dikurangi untuk tujuan mengurangi masalah agensi.

5. Richard H. Fosberg (2004)

Judul Penelitian: *Agency Problems and Debt Financing: Leadership Structure Effects.*

Data yang digunakan: 350 perusahaan yang diambil dari *Business Week Executive Compensation Studies* pada tahun 1990 – 1996.

Metode analisis data: Analisis regresi.

Hasil penelitian: Tingkat hutang pada struktur modal perusahaan ditemukan memiliki hubungan yang terbalik dengan persentase dari kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh CEO. Hal tersebut menunjukkan bahwa pemegang saham dan direktur perusahaan harus mengawasi manajer agar manajer dapat melakukan apa yang diharapkan oleh para pemegang saham. Selain itu ditemukan juga hubungan antara kepemilikan saham dan rasio tingkat hutang dimana pengawasan yang dilakukan oleh pemberi hutang efektif sehingga meminimalkan masalah keagenan.

6. Eduardus Tandelilin dan Turyasingura Wilberforce (2002)

Judul Penelitian: *Can Debt and Dividen Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?*

Data yang digunakan: 63 perusahaan manufaktur dan jasa pada bidang apapun kecuali bidang keuangan yang ada di BEJ pada tahun 1996.

Metode analisis data: *Three stage least squares.*

Hasil penelitian: Dengan menggunakan rasio tingkat hutang yang tinggi dapat menggantikan penggunaan kepemilikan dari dalam guna memecahkan konflik antara pemegang saham dari luar dan manajer.

7. Carl R. Chen dan Thomas L. Steiner (1999)

Judul Penelitian: *Managerial Ownership and Agency Conflicts: A NonLinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy*

Data yang digunakan: Data keuangan 785 perusahaan yang terdaftar di *New York Stock Exchange* pada tahun 1994.

Metode analisis data: *Non linear two stage least square.*

Hasil penelitian: Terdapat efek penggantian pengawasan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang dimana temuan ini konsisten dengan pilihan perusahaan dalam memilih pengawasan alternatif dalam upaya menekan biaya keagenan.

8. James W. Wansley, M. Carry Collins, dan Amitabh S. Dutta (1996)

Judul Penelitian: *Further Evidence on The Relation Between Corporate Ownership Structure and Debt Policy*

Data yang digunakan: Data laporan keuangan 1894 perusahaan dari *The Compact Disclosure Files Compiled by Disclosure Incorporate* pada akhir tahun 1989.

Metode analisis data: Analisis *cross-sectional regression.*

Hasil penelitian: Ditemukan bahwa biaya hutang keagenan dan ekuitas akan berubah

dengan peningkatan tingkat kepemilikan dari dalam dimana diduga bahwa hubungan antara kepemilikan dari dalam dan tingkat hutang memiliki hubungan yang tidak linier. Hal tersebut terbukti dengan adanya penurunan yang cepat pada biaya hutang keagenan pada saat terjadinya peningkatan kepemilikan dari dalam.

Berdasarkan metode analisis data, para peneliti tersebut memiliki dua kesamaan yaitu:

1. Jenis data yang digunakan oleh para peneliti merupakan data kuantitatif yaitu berupa data laporan keuangan.
2. Metode analisis data, secara umum, menggunakan metode regresi walaupun adanya yang menggunakan metode regresi dua tingkat ataupun tiga tingkat. Perbedaan terjadi pada penelitian yang dilakukan oleh Chen & Steiner (1999) dimana mereka menggunakan metode non linier dalam menganalisis data. Hal ini disebabkan terdapat hubungan yang tidak linier antara kebijakan hutang dan masalah keagenan (Chen & Steiner, 1999). Berdasarkan hasil penelitian terdapat kesamaan antara lain dengan menggunakan kebijakan hutang dapat meningkatkan pengawasan sehingga dapat meminimalkan masalah keagenan. Kesamaan tersebut diperoleh dari penelitian yang dilakukan oleh Fosberg (2004), Tandililin & Wilberforce (2002), Putri & Nasir (2006), Chen & Steiner (1999). Sedangkan perbedaannya adalah: (1) kepemilikan manajerial memiliki hubungan yang negatif terhadap tingkat hutang (Abor, 2008), (2) struktur modal dalam model keagenan tidak berlaku di negara Arab seperti yang ditemukan oleh Barakat (2008), (3) terdapat hubungan yang tidak linier antara kepemilikan dari dalam dengan tingkat hutang (Wansley, Collins & Dutta, 1996), dan (4) kebijakan hutang tidak dapat menggantikan kebijakan lain dalam melakukan pengawasan guna meminimalkan masalah keagenan yang ada di Indonesia (Harjito & Nurfauziah, 2006)

II.5. MODEL KONFLIK KEAGENAN DALAM STRUKTUR MODAL

Pada bagian ini, pembahasan akan diarahkan untuk merangkum model yang menunjukkan hubungan struktur modal dalam masalah keagenan yang telah dibentuk oleh peneliti-peneliti terdahulu. Model hubungan struktur modal dalam masalah keagenan yang penulis temukan kebanyakan merupakan model *cross-section time series regression* yaitu model regresi dengan tipe data *time series* dan *cross-sectional*. *Time series data is a set of observations on the values that a variable take at different times, cross-sectional data are data on one or more variables collected at the same point in time* (Gujarati, 1995).

1. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Barakat (2008) model yang digunakan untuk menjelaskan hubungan struktur modal dalam masalah keagenan adalah:

$$\frac{D}{E} = \beta_0 + \sum \beta_i X_i + \varepsilon_i \dots \dots \dots (2.5)$$

dimana:

- D/E adalah rasio hutang yang didefinisikan sebagai nilai buku hutang dibagi dengan nilai dari ekuitas untuk variabel dependennya. Untuk menghitung nilai buku hutang digunakan tiga ukuran yaitu hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang sedangkan untuk menghitung nilai ekuitas digunakan dua ukuran yaitu nilai buku dan nilai pasar.
- β_0 adalah konstanta nilai β
- $\sum \beta_i X_i$ adalah variabel independen yang mempengaruhi variabel dependen. Variabel independen yang digunakan pada penelitian ini adalah faktor-faktor pembentuk struktur modal dan variabel keagenan yaitu pertumbuhan, tingkat pajak, dividen, aset berwujud, ukuran perusahaan, volatilitas, profitabilitas, dan kepemilikan manajerial
- ε_i adalah penyimpangan atau *error* yang dihasilkan dari perhitungan

2. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Abor (2008), model yang digunakan untuk menjelaskan hubungan struktur modal dalam masalah keagenan adalah dengan menggunakan *cross-section time series regression* dimana rumusnya adalah sebagai berikut:

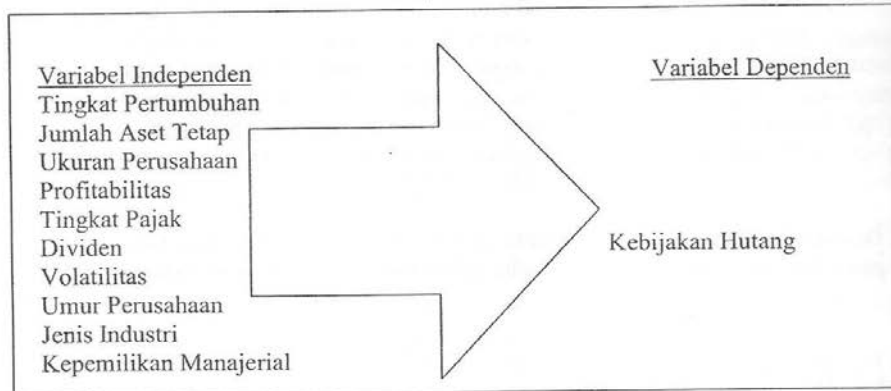
$$TDR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CH_{i,t} + \beta_2 NS_{i,t} + \beta_3 FB_{i,t} + \beta_4 SZ_{i,t} + \beta_5 AG_{i,t} + \beta_6 AS_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 PR_{i,t} + \beta_9 IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2.6)$$

dimana:

- $TDR_{i,t}$ adalah total hutang dibagi dengan jumlah total hutang dan total saham.
- $CH_{i,t}$ adalah persentase jumlah pemegang saham
- $NS_{i,t}$ adalah jumlah pemegang saham
- $FB_{i,t}$ adalah kategori bisnis keluarga
- $SZ_{i,t}$ adalah ukuran perusahaan yang merupakan logaritma dari total aset
- $AG_{i,t}$ adalah umur perusahaan
- $AS_{i,t}$ adalah aset tetap
- $GR_{i,t}$ adalah pertumbuhan penjualan
- $PR_{i,t}$ adalah profitabilitas
- $IND_{i,t}$ adalah jenis industri
- $\epsilon_{i,t}$ adalah penyimpangan atau *error* yang dihasilkan dari perhitungan

Dari pembahasan kedua peneliti tersebut diatas, maka dapat dibentuk model seperti digambarkan dibawah ini.

Gambar 2.5: Model Hubungan antara Kebijakan Hutang dengan Variabel Independennya



Hasil dari analisis *cross-sectional time series regression* akan menunjukkan hubungan antara kebijakan hutang dalam struktur modal terhadap variabel independen tersebut yang akan menjelaskan pengaruhnya terhadap masalah keagenan.

II.6. PENERAPAN TEORI KEAGENAN DI INDONESIA

Penerapan teori keagenan di Indonesia secara sadar ataupun tidak telah dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang telah melakukan hubungan antara perusahaan dengan pihak tertentu seperti manajer, pemasok, karyawan, pemberi pinjaman. Didalam hubungan yang terjadi pada umumnya terdapat hubungan kontrak baik hubungan kontrak antara perusahaan dengan karyawan, perusahaan dengan manajer atau dengan yang lainnya. Dengan adanya hubungan kontrak tersebut maka terdapat pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan. Pihak-pihak tersebut juga mempunyai kepentingan tersendiri sehingga dapat menimbulkan permasalahan

dalam hubungan kontrak tersebut. Permasalahan tersebut dalam teori keagenan disebut sebagai masalah keagenan. Salah satu contoh nyata penerapan dan implikasi dari teori keagenan yang terjadi di Indonesia adalah pada organisasi publik yaitu pemerintah daerah, pada tahun 1999 pemerintah pusat telah memberikan hak otonomi dan desentralisasi kepada pemerintah daerah untuk menentukan segala hal terutama menentukan dan menyusun APBD tahunan. Dalam proses menyusun APBD ini terdapat dua hubungan yang dapat dilihat dalam teori keagenan yaitu hubungan antara eksekutif dengan legislatif dan hubungan antar legislatif dengan rakyat.

Di satu sisi, masalah keagenan yang terjadi dalam hubungan eksekutif dan legislatif adalah bahwa pada kalangan eksekutif, para eksekutif cenderung memaksimalkan kepentingan pribadi dalam pembuatan atau penyusunan APBD karena para eksekutif memiliki informasi yang dibutuhkan dalam pembuatan atau penyusunan APBD tersebut dibandingkan dengan informasi yang dimiliki oleh legislatif sehingga pihak legislatif cenderung melakukan kontrak semu dengan pihak eksekutif. Di sisi lain, masalah keagenan yang terjadi dalam hubungan legislatif dan rakyat dimana pihak legislatif sebagai agen dan rakyat sebagai prinsipal adalah seharusnya pihak legislatif membela kepentingan rakyat dengan menyusun APBD sesuai dengan kebutuhan yang dibutuhkan oleh masyarakat, tetapi pada kenyataannya para legislatif dalam menyusun APBD bukan mengutamakan kepentingan masyarakat sebagai prinsipal tetapi cenderung mengutamakan kepentingan pribadi ataupun golongan.

III. KESIMPULAN

Berdasarkan uraian diatas maka dapat diperoleh kesimpulan yaitu:

1. Teori keagenan merupakan hubungan kontrak antara prinsipal yang merupakan pemilik perusahaan dan agen sebagai manajer yang direkrut oleh prinsipal untuk mengerjakan tugas-tugas prinsipal dan memaksimalkan kesejahteraan prinsipal. Dalam hubungan kontrak tersebut ternyata dapat terjadi konflik kepentingan antara prinsipal dan agen dan konflik kepentingan tersebut bukan hanya terjadi pada pemilik perusahaan dan manajer tetapi juga dapat terjadi antara pemegang saham dan pemberi kredit, pemasok dan manajer, karyawan dan manajer, dan yang lainnya. Selain konflik kepentingan juga terjadi perbedaan dalam menghadapi risiko yang terjadi dimana prinsipal dapat saja menjadi penghindar risiko atau pun yang menyukai risiko demikian juga dengan agen.
2. Untuk meminimalkan masalah keagenan ini maka perusahaan dapat menggunakan beberapa cara antara lain dengan mengeluarkan biaya keagenan yang terdiri dari biaya pengawasan, *bonding expenditure*, *residual claim*, dengan memberikan insentif kepada agen, dengan mengambil keputusan untuk menggunakan hutang dalam pembentukan struktur modal perusahaan. Penggunaan hutang dalam struktur modal selain dapat berfungsi sebagai yang meminimalkan timbulnya masalah keagenan, juga dapat menghemat biaya keagenan yang dikeluarkan oleh perusahaan terutama biaya pengawasan karena dengan menggunakan kebijakan hutang dalam struktur modal perusahaan akan secara otomatis diawasi oleh pihak yang memberikan pinjaman kepada perusahaan sehingga dengan adanya pengawasan dari pihak ketiga maka agen dalam hal ini manajer akan berusaha menunjukkan kinerja yang baik. Hal ini dilakukan karena dengan menggunakan hutang sebagai modal perusahaan, perusahaan akan menanggung biaya bunga dan biaya kebangkrutan sehingga bila kinerja agen tidak baik maka perusahaan dapat mengalami kebangkrutan yang disebabkan perusahaan tidak dapat membayar biaya bunga. Selain itu dengan menggunakan hutang sebagai sumber modal dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham yang meningkat serta Jensen dan Meckling menyatakan bahwa struktur modal yang optimal terbentuk dari adanya pertukaran antara biaya hutang keagenan dan manfaat dari penggunaan hutang (Harris & Raviv, 1991)

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, Joshua. 2008. Agency Theoretic Determinants of Debt Levels: Evidence from Ghana. *Review of Accounting and Finance*. Vol 7. No 2. pp. 183-192
- Adi, Wakhid Sulistio. 2008. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Agency Costs Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Universitas Muhammadiyah. Skripsi*
- Agrawal, Anup dan Nandu J Nagarajan. 1990. Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms. *The Journal of Finance*. Vol XLV. No 4. 1325-1331
- Anonim, <http://www.google.com/search: struktur modal/pdf/struktur modal>
- Arifin. 2005. Peran Akuntan dalam Menegakkan Prinsip Good Corporate Governance Pada Perusahaan di Indonesia. *Sidang Senat Guru Besar Universitas Diponegoro*. Semarang
- Arrow, Kenneth J. 1984. The Economics of Agency. *Institute for Mathematical Studies in The Social Sciences*. Stanford University (Stanford, California)
- Barakat, Mounther H. 2008. A Test of The Agency Conflict and Control Effect on Capital Structure: The Case of Middle Eastern Arab Countries. *Journal of Academy of Business and Economics*. Volume 8. Number 2
- Berle, Adolf and Gardiner C Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York. Macmillan Publishing Co
- Barnea, A., Haugen, R dan Senbet, L W. 1980. A Rationale for Debt Maturity Structure and Call provisions in The Agency Theoretic Framework. *Journal of Finance*. 35. 1223-1234
- Brigham, F Eugene dan Houston, J F. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Terjemahan Herman Wibowo. Penerbit Erlangga. Jakarta
- Chen, Carl R dan Thomas L. Steiner. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review*. 34,1.119
- Chen, Yinghong dan Klaus Hammes. 2003. Capital Structure, Theories and Empirical Results-a Panel Data Analysis. *Department of Economics Gothenburg University*. Goteborg. February
- Choi, U. 1992. Ownership Concentration and Gains To Acquiring Firm in Merger and Acquisition. *University of California Los Angeles. Ph.D Dissertation*
- Claessens, S., Djankor S., J Fan S., dan LHP Lang. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation. *Journal of Financial Economics*. 58. Iss 1,2 Oct/Nov. 81-112
- Crutchley, C. E dan R. S. Hansen. 1989. A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management*. 36-46
- De Jong, A. 1999. An Empirical Analysis of Capital Stucture Decisions in Dutch Firms. *Tilburg University. Ph.D Dissertation*
- Easterbrook, Frank H dan Daniel R Fischel. 1984. *The Economics Structure of Corporate Law*. Cambridge. Havard University Press
- Eisenhardt, Kathleen M. 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management*. 14.1.pg. 57
- Faccio, M dan L Lang. 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*. 65. 365-395
- Fitri, Ismiyanti dan Mamduh Hanafi. 2004. Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. 2/XIX
- Fosberg, Richard H. 2004. Agency Problems and Debt Financing: Leadership Structure Effects. *Corporate Governance*. Vol 4. No 1. pp.31-38

- Frank, Murray Z dan Vidhan K. Goyal. 2009. Capital Structure decisions: Which Factors Are Reliably Important?. *Financial Management*. pp. 1-37
- Gujarati, Damodar. 1995. *Basic Econometrics*. Third Edition. Mc Graw-Hill Book Co. Singapore
- Hanafi, Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi I. BPFE. Yogyakarta
- Harjito, D. Agus dan Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership, dan Kebijakan Dividen Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *JAAI*. Vol 10. No 2. pp. 121-136
- Haryono, Slamet. 2005. Struktur Kepemilikan Dalam Bingkai Teori Keagenan. *Jurnal Akuntansi & Bisnis*. Vol. 5. No. 1. pp. 63-71
- Jensen, Michael C dan William H Meckling. 1976. Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. V.3 No 4. pp. 305-360
- Jensen, Michael C. 1983. Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*. Vol. LVIII. No 2. pp.319-339
- Jensen, Michael C dan Clifford W Smith Jr. 1985. Stockholder, Manager and Creditor Interests: Applications of Agency. *Recent Advance in Corporate Finance*. El Altman and M.G Subrahmanyam. Homewood Illinois. Irwin: 93-131
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. Vol 76. No 2. pp. 323-329
- La Porta, Rafael., Florencio Lopez-de-Silanes., Andrei Shleifer., dan Robert W. Vishny. 1999. Corporate Ownership Around The World. *Journal of Finance*. 54. 471-518
- Levinthal, Daniel.1988. A Survey of Agency Models of Organization. *Journal of Economics and Behavior*. Vol 9. Issue 2. Pp. 153 - 185
- Lundstrum, Leonard L. 2009. Entrenched Management, Capital Structure Changes and Firm Value. *Journal Economic Finance*.
- Mardiyanto, Handono. 2009. *Inti Sari Manajemen Keuangan: Teori, Soal, dan Jawaban*. Grasindo. Jakarta
- Milton, Harris dan Artur Raviv. 1990. Capital Structure and The Informational Role of Debt. *The Journal of Finance*. Vol 45. No 2. pp 321-349
- Milton, Harris dan Artur Raviv. 1991. The Theory of capital Structure. *The Journal of Finance*. Vol 46 no1. pp. 297-355
- Modigliani F dan Merton Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*. Vol 48. 261-297
- Modigliani F dan M.H Miller. 1963. Corporate Income Taxes and The Cost of Capital; A Correction. *American Economic Review*. 53. 433-443
- Myers, Stewart C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Finance Economics*. 5. 147-175
- Nenova, T. 2003. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics*. 68. 325-351
- Putri, Imanda Firmantyas dan Mohammad Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9*. Padang
- Pratt, John W and Richard J. Zeckhauser. 1985. *Principals and Agents: The Structure of Business*. Boston. Harvard Business School Press
- Rajan, Raghuram G dan Luigi Zingales. 1995. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *Journal of Finance*. 50. 1421-1460

- Riyanto, Bambang. 1995. *Dasar-dasar Pembelanjaan*. Edisi 4. BPFE. Yogyakarta
- Rozeff, M. 1982. Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratio. *Journal of Financial Research*. 5. 249-259
- Sa'diyah, Anisa'u. 2007. Pengaruh Asset Tangibility, Size, Growth, Profitability, dan Earning Volatility Terhadap Leverage Pada Perusahaan manufaktur di BEJ: Dengan Pengujian Pecking Order Theory atau Static Trade Off. *Universitas Islam Indonesia. Skripsi*
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. BPFE. Yogyakarta
- Sugiarto. 2009. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan, dan Informasi Asimetris*. Edisi I. Graha Ilmu. Yogyakarta
- Tandelilin, Eduardus dan Turyasingura Wilberforce. 2002. Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership In Controlling Equity Agency Conflict? *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan*. Edisi Pertama. pp. 157 - 167
- Titman, Sheridan dan Roberto Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*. Vol 43 no 1. pp.1-19
- Tong, Guanqun dan J. Chrisopher Green. 2004. Pecking Order or Trade-off Hypothesis? Evidence on The Capital Structure of Chinese Companies. *Department of Economics. Loughborough University, Loughborough, Leicestershire. United Kingdom*
- Villalonga, Belen dan Raphael Amit. 2007. How are U.S Family Firm Controlled? *Harvard Business School. Wharton School University of Pennsylvania*
- Wansley, James W., M. Cary Collins., Amitabh S Dutta. 1996. Futher Evidence on The Relation Between Corporate Ownership Structure and debt Policy. *Managerial Finance*. 22,2. pg.56
- Watts, Ross L. 2003. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizon*. Vol 17. pp. 207 - 221
- Wiwattanakantang, Yupana. 1999. An Empirical Study on The Determinants of The Capital Structure of Thai Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*. 371-403

