



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
DAN PENGGUNAAN HUTANG TERHADAP BIAYA
KEAGENAN**

SKRIPSI

**FEGA DWI ROSHANAWATY
1006812062**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI
SALEMBA
JULI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
DAN PENGGUNAAN HUTANG TERHADAP BIAYA
KEAGENAN**

SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana

**FEGA DWI ROSHANAWATY
1006812062**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI
SALEMBA
JULI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri, dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Fega Dwi roshanawaty

NPM : 1006812062

Tanda Tangan :



Tanggal : 3 Juli 2012

LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :
Nama : Fega Dwi Roshanawaty
NPM : 1006812062
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Judul Skripsi
Bahasa Indonesia : Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional dan
Penggunaan Hutang terhadap Biaya Keagenan
Bahasa Inggris : *Analysis of Effect of Institutional Ownership and
Use of Debt on Agency Cost*

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Kurnia Irwansyah Rais S.E., M.Ak.

Penguji : Dr. Fitriany S.E., M.Si., Ak.

Penguji : Viska Anggraita, S.E, M.S.Ak.

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 3 Juli 2012

Ketua Program Ekstensi Akuntansi,

Sri Nurhayati S.E, M.M
NIP: 19600317 198602 2001

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS
AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Fega dwi Roshanawaty
NPM : 1006812062
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Departemen : Akuntansi
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Skripsi

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive-Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
DAN PENGGUNAAN HUTANG TERHADAP BIAYA
KEAGENAN**

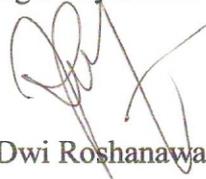
beserta perangkat yang ada (bila diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (data base), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta ijin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 3 Juli 2012

Yang menyatakan



(Fega Dwi Roshanawaty)

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT karena berkat rahmat dan hidayahNya, penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Analisis pengaruh Kepemilikan Institusional dan Penggunaan Hutang terhadap Biaya Keagenan”. Penyusunan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, baik dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan skripsi ini, sangatlah sulit bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini. Untuk itu penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Kurnia Irwansyah Rais S.E., M.Ak. selaku dosen pembimbing skripsi yang telah meluangkan waktu, tenaga, pikiran dan dengan sabar memberikan bimbingan serta pengarahan untuk penulis selama penyusunan skripsi sampai sidang selesai.
2. Ibu Dr. Fitriany S.E., M.Si., Ak. dan Ibu Viska Anggraita, S.E, M.S.Ak., M.Ak. selaku penguji yang telah meluangkan waktunya dan memberikan masukan-masukan yang bermanfaat selama sidang dan setelah sidang.
3. Orangtua saya, Ibu Nike Irawati dan Bapak Herdi Herawan, adik-adik saya Resha dan Sheila yang sudah memberikan dukungan yang luar biasa besar baik secara moril dan materil serta dalam bentuk kesabaran, keceriaan, perhatian yang besar, doa dan semangat. Terima kasih atas segalanya. *I'm very blessed for having such a great great great family.*
4. Tande Devi dan Om Dedi yang telah memberikan perhatian yang besar, doa dan memberikan dukungan secara moril dan materil kepada penulis. Fardan, Cinon dan Athar yang telah memberikan keceriaan selama penulisan skripsi.
5. Sahabat dan rekan-rekan terdekat penulis Aziz Zakaria, Angga Putri Agustina, Dwi Rachma Nisita, Dandy Firmansyah, Emanuela, Sri Hartati yuningsih, Dara Amelia, Deborah marganda, Ani Kurniati, Anita Febriani, Annisa Eka, Anggi Nur Fadillah, Saviera Gita, Dinda Andhini, Dinda Nirmala, Dinar Listy, Putu Ayu dan Sartika Lubis atas kebersamaan,

- dukungan, perhatian, semangat yang tiada henti dan doanya dari semester pertama di D3,S1 Ekstensi hingga skripsi ini selesai. *We did it very well guys!*
6. Sahabat-sahabat penulis yang selalu memberikan semangat dan dorongan untuk segera menyelesaikan skripsi ini, Aurora yusdar, Nur Amalia, Vauriz Bestika dan Lamia Aisha. Terima kasih atas semangat dan doanya selama ini.
 7. Para dosen beserta staf pengajar yang telah membimbing, mengajar serta mendidik penulis selama menuntut ilmu di Program S1 Ekstensi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Dan seluruh staf Ekstensi Akuntansi Salemba terima kasih atas semangat dan perhatian yang telah diberikan.
 8. Teman-teman seperjuangan di ekstensi FEUI yang tidak bisa disebutkan satu per satu.

Akhir kata penulis berharap skripsi ini dapat berguna bagi siapa saja yang membacanya, dan bisa dijadikan inspirasi bagi pengembangan penelitian selanjutnya.

Jakarta, 03 Juli 2012

Fega Dwi Roshanawaty

ABSTRAK

Nama : Fega Dwi Roshanawaty
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi Keuangan
Judul : Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional dan
Penggunaan Hutang terhadap Biaya Keagenan
Dosen Pembimbing : Kurnia Irwansyah Rais

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melihat pengaruh dari kepemilikan institusional dan penggunaan hutang terhadap biaya keagenan. Sampel penelitian terdiri dari 165 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008 sampai dengan tahun 2010. Sedangkan yang digunakan sebagai *proxy* untuk mengukur biaya keagenan adalah *total asset turnover ratio* dan *free cash flow and growth prospect interaction*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi prosentase kepemilikan institusional maka akan menurunkan biaya keagenan lewat mekanisme *monitoring*. Sedangkan untuk penggunaan hutang kedua proksi menunjukkan hasil biaya keagenan akan turun seiring dengan meningkatnya penggunaan hutang.

Kata Kunci: Biaya keagenan, Penggunaan hutang, Kepemilikan Institusional

ABSTRACT

Name : Fega Dwi Roshanawaty
Study Program : S1 Ekstensi Akuntansi Keuangan
Title : *Analysis of Effect of Institutional Ownership and the use of Debt of Agency Costs*
Counsellor : Kurnia Irwansyah Rais

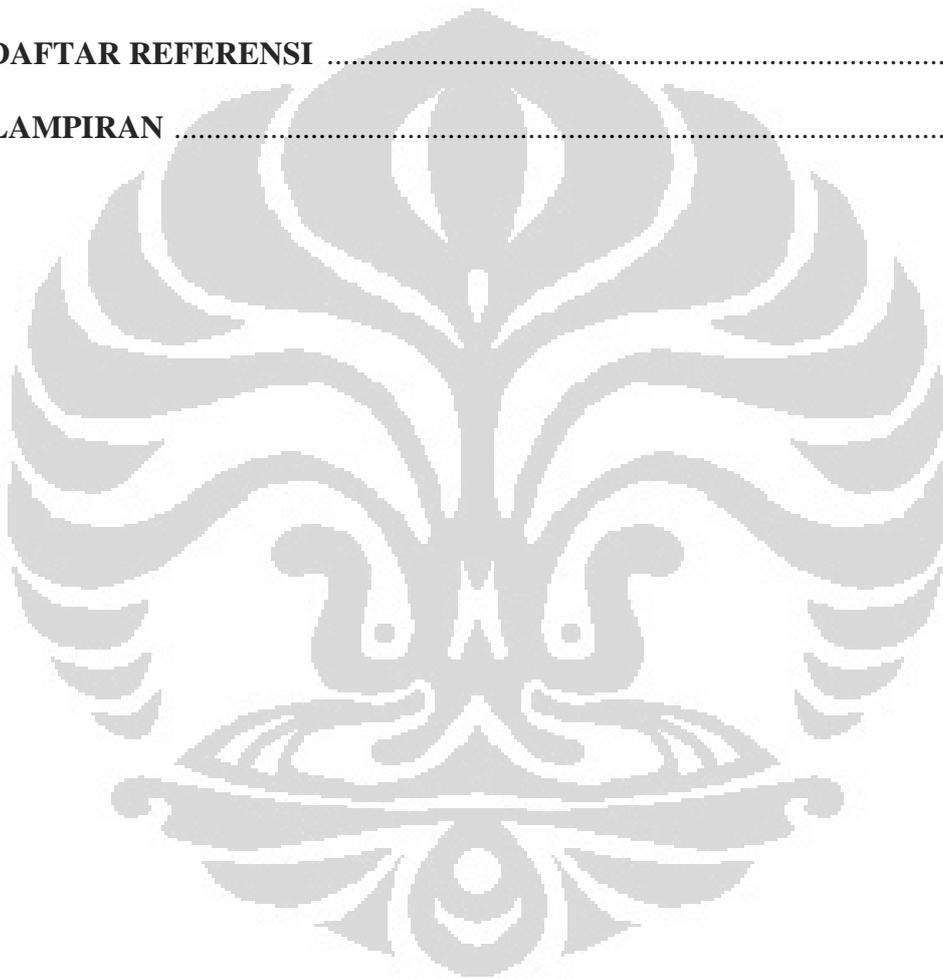
The purpose of this study was to see the effect of institutional ownership and use of debt to agency costs. Study sample consisted of 165 non-financial companies listed on the Stock Exchange in 2008 until 2010. While that is used as a proxy to measure the agency costs are the total asset turnover ratio and free cash flow and growth prospect interaction. The results showed that the higher the percentage of institutional ownership will reduce agency costs by monitoring mechanisms. As for the use of both proxies indicate the debt agency costs will decrease with the increasing use of debt.

Keywords: Agency Costs, Debt, Institutional Ownership

DAFTAR ISI

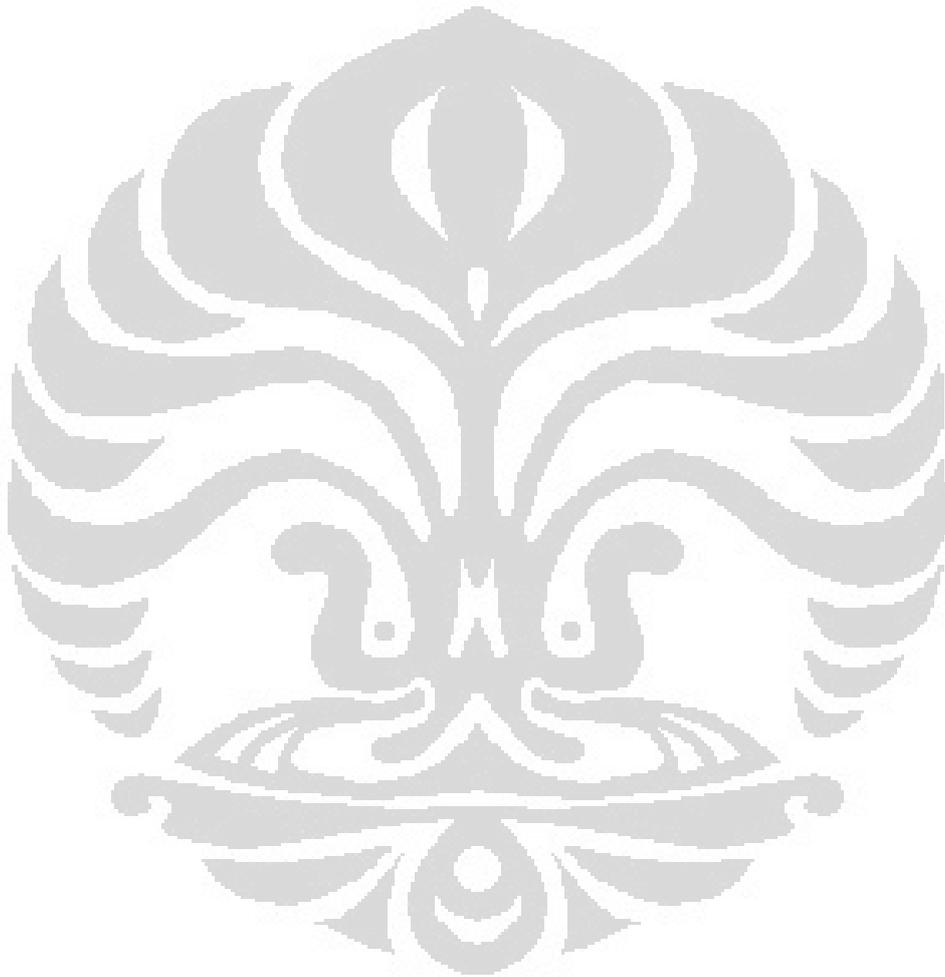
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	iii
LEMBAR PENGESAHAN	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR	v
KATA PENGANTAR	vi
ABSTRAK	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB 1 PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	4
1.3 Tujuan Penelitian	4
1.4 Batasan Masalah	4
1.5 Manfaat Penelitian	5
1.6 Sistematika Penulisan	5
BAB 2 LANDASAN TEORI	
2.1 Teori Keagenan	7
2.1.1 Konflik Keagenan	9
2.1.2 Biaya Keagenan	10
2.1.2.1 Rasio Perputaran Total Aset.....	11
2.1.2.2 Interaksi arus kas bebas dan prospek pertumbuhan	12
2.2 Kepemilikan Institusional sebagai alternatif mekanisme monitoring	13
2.3 Penggunaan Hutang sebagai alternatif mekanisme monitoring	15
2.4 Pengembangan Hipotesis	17
BAB 3 LANDASAN TEORI	
3.1 Populasi dan Sampel	21
3.2 Metode Pengumpulan Data	22
3.3 Kerangka Penelitian	23
3.4 Model Penelitian	24
3.5 Operasionalisasi variabel Penelitian	25
3.5.1 Variabel Dependen.....	25
3.5.2 Variabel Independen	26
3.5.3 Variabel Kontrol	27
3.6 Metode Analisis	28
3.6.1 Uji Asumsi Klasik Multikolinearitas	28
3.6.2 Uji Hipotesis	29
3.6.3 Metode Data Panel	30
3.6.4 Regresi Tobit	31

BAB 4 ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN	
4.1 Analisis Statistik Deskriptif	33
4.2 Uji Asumsi Klasik Multikolinearitas	34
4.3 Uji Chow dan Uji Hausman	35
4.4 Analisis Hasil Penelitian	36
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1 Kesimpulan	41
5.2 Saran.....	41
5.3 Keterbatasan Penelitian	42
DAFTAR REFERENSI	44
LAMPIRAN	47



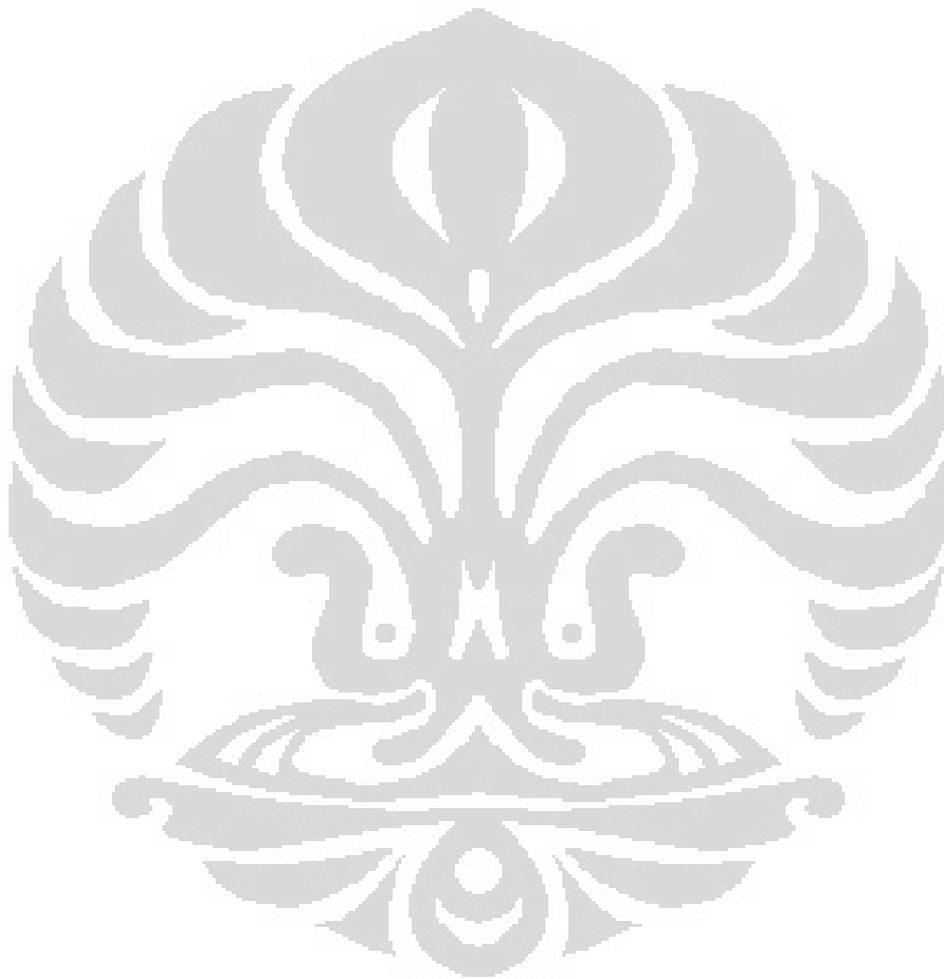
DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1 Kerangka Penelitian	24
--------------------------------------	----



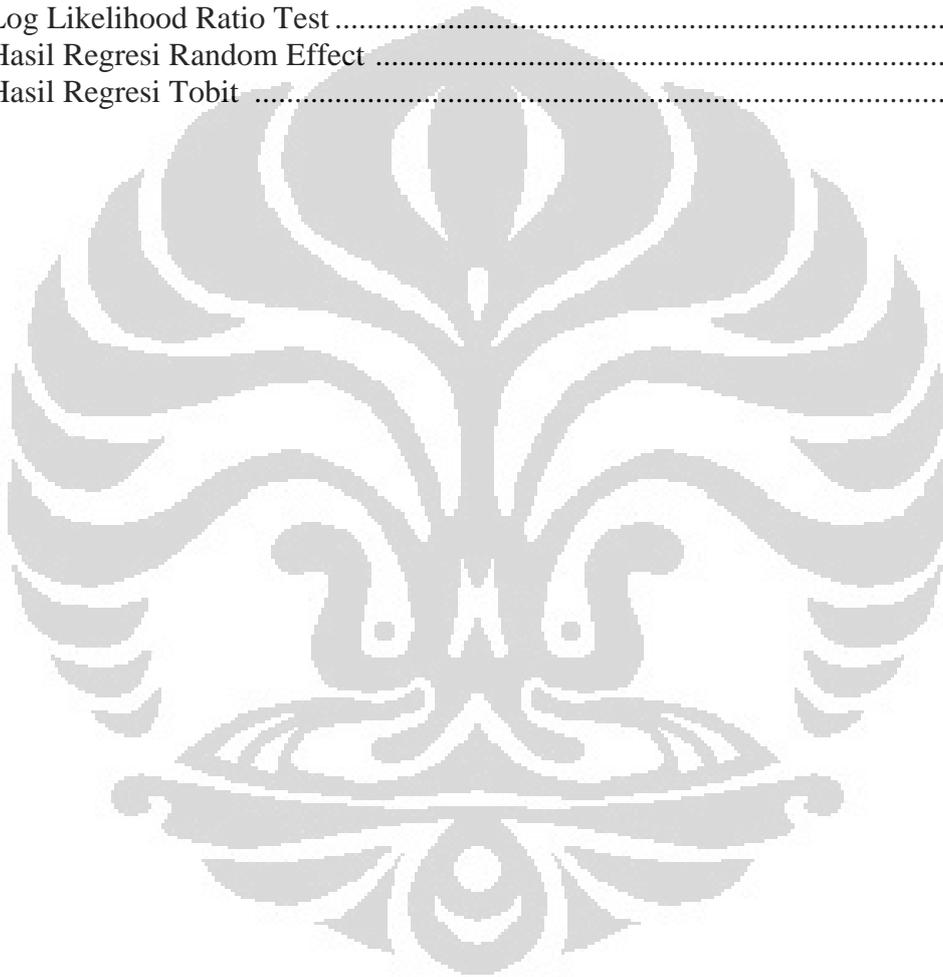
DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian	22
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif	33
Tabel 4.2 matriks korelasi antar variabel independen	35
Tabel 4.3 Uji Chow	35
Tabel 4.4 Uji Hausman	36
Tabel 4.5 Hasil Regresi Model 1 dan Model 2	36



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	
Daftar Perusahaan Sampel	47
Lampiran 2	
Statistik Deskriptif	51
Uji Multikolinearitas	51
Uji Chow	51
Uji Hausman	52
Log Likelihood Ratio Test	52
Hasil Regresi Random Effect	53
Hasil Regresi Tobit	54



BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pada perseroan terbatas, terjadi pemisahan fungsi antara fungsi pengelolaan oleh manajemen dan fungsi kepemilikan (*ownership*) oleh prinsipal atau pemegang saham. Konflik muncul ketika manajer sebagai pihak yang menjalankan kegiatan operasional perusahaan bertindak sesuai dengan kepentingan pribadinya dan mengabaikan tujuan perusahaan sebenarnya yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham. Konflik tersebut menyebabkan pemegang saham harus mengeluarkan sejumlah biaya (*agency cost*). Jensen dan Meckling (1976), menyebutkan bahwa tidak mungkin pemilik dengan biaya nol mendapatkan keyakinan bahwa agen akan mengambil keputusan yang optimal yang sesuai dari sudut pandang prinsipal. Jensen dan Meckling (1976), mendefinisikan biaya keagenan sebagai jumlah dari biaya *monitoring* yang dikeluarkan oleh prinsipal, biaya *bonding* yang dikeluarkan oleh agen dan *residual loss*, yaitu menurunnya kesejahteraan pemegang saham akibat adanya perbedaan keputusan yang dilakukan oleh agen, *agency cost of equity* dan *agency cost of debt*. Mekanisme yang dapat digunakan dalam upaya mengurangi biaya keagenan adalah dengan memberikan proporsi saham kepada manajemen untuk mensejajarkan kepentingan atau dengan mekanisme pengawasan kinerja manajemen yang dapat dilakukan oleh pemegang saham dari luar (*outsiders*) seperti pemegang saham institusional (bank, perusahaan asuransi, reksadana, perusahaan dana pensiun dan lembaga investasi) dan kreditur.

Penelitian sebelumnya yang secara teoritis membahas masalah keagenan dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976), Jensen (1986), Shleifer dan Vishny (1997), Myers dan Majluf (1984), Eisenhardt (1989) dan Fama dan Jensen (1983), yang secara teori menjelaskan tentang teori keagenan, konflik keagenan, biaya keagenan secara keseluruhan dan mekanisme untuk mengurangi biaya keagenan termasuk mekanisme pengawasan oleh pemegang saham institusional dan kreditur dan bagaimana keputusan pendanaan dengan hutang mampu mengurangi biaya keagenan. Penelitian-penelitian tersebut menyatakan sebuah teori bahwa

pemegang saham institusional dan hutang memiliki peran positif sekaligus negatif terhadap biaya keagenan. Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa mekanisme pengawasan hanya dapat dilakukan oleh pemegang saham besar salah satunya adalah pemegang saham institusional. Sedangkan penelitian secara empiris dilakukan oleh Crutchley (1999), yang menyatakan bahwa biaya keagenan adalah fungsi dari hutang, rasio pembayaran dividen, pemegang saham dari dalam, dan pemegang saham institusional secara simultan. Sedangkan Singh dan Davidson (2003) melakukan penelitian tentang peran pemegang saham manajerial dan *outsiders* serta komisaris independen dalam mengurangi biaya keagenan dan mendapatkan hasil bahwa pemegang saham manajerial dapat mengurangi biaya keagenan lewat maksimalisasi utilitas perusahaan, sedangkan pemegang saham dari luar memiliki efek yang terbatas dalam mengurangi biaya keagenan dan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan. McKnight dan Weir (2009) melakukan penelitian secara empiris tentang bagaimana pengaruh struktur dewan komisaris, pemegang saham institusi, pemegang saham manajerial dan hutang terhadap biaya keagenan yang mendapatkan hasil bahwa perubahan struktur dewan tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan, kepemilikan manajerial dan hutang dapat menurunkan biaya keagenan dan kepemilikan institusional yang semakin tinggi akan membuat biaya keagenan semakin tinggi. Namun salah satu model penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan, hal ini serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Purnami (2011).

Sementara itu di Indonesia, penelitian terhadap konflik keagenan juga dilakukan oleh Putra dan Ratnadi (1999) yang mendapatkan hasil hutang dan kepemilikan manajerial dapat mengurangi biaya keagenan. Haryono (2005) menjelaskan secara teoritis tentang struktur kepemilikan dalam bingkai teori keagenan dan menyatakan investor institusional dapat mengurangi biaya keagenan lewat mekanisme monitoring. Huzaimah (2004), mendapatkan hasil bahwa penggunaan hutang akan mengurangi biaya keagenan. Tampubolon (2011) dan Amarani (2009) mendapatkan hasil bahwa pemegang saham institusi dapat mengurangi biaya keagenan.

Penelitian ini mengacu kepada penelitian yang dilakukan oleh Mcknight dan Weir (2009) yang melakukan penelitian tentang biaya keagenan, mekanisme tata kelola dan struktur kepemilikan pada perusahaan publik di Inggris menggunakan metode data panel. Penelitian Mcknight dan Weir (2009) ini terfokus pada bagaimana perubahan struktur dewan yang sedang marak di Inggris berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan melihat pada biaya keagenan yang dikeluarkan. Penelitian ini menggunakan struktur anggota direksi dan komisaris, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, hutang dan penjualan sebagai variabel independen dan untuk proksi biaya keagenan digunakan perhitungan rasio perputaran total aset, interaksi antara arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan, jumlah akuisisi perusahaan individu dan endogenitas. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian McKnight dan Weir (2009) adalah penelitian ini hanya mengambil kepemilikan institusional dan keputusan pendanaan sebagai variabel independen dan menambahkan ukuran perusahaan dan umur perusahaan sebagai variabel kontrol yang mempengaruhi biaya keagenan. Proksi biaya keagenan yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio perputaran total aset dan interaksi antara arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan.

Penelitian ini memiliki perbedaan dari penelitian sebelumnya di Indonesia, yaitu penelitian yang dilakukan oleh Huzaimah (2004); Tampubolon (2011) dan Amarani (2009). Ketiga penelitian tersebut menggunakan sampel perusahaan manufaktur, sedangkan penelitian ini menggunakan sampel seluruh perusahaan non-keuangan yang *listing* di BEI. Amarani (2009), menggunakan rasio perputaran total aset dan rasio beban penjualan, umum dan administrasi terhadap total penjualan sebagai proksi biaya keagenan, sedangkan dalam penelitian ini yang digunakan sebagai proksi biaya keagenan adalah rasio perputaran total aset dan interaksi antara arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan.

Karena adanya perbedaan pendapat dan hasil penelitian tentang bagaimana pengaruh kepemilikan institusional dan penggunaan hutang terhadap biaya keagenan maka motivasi penulis melakukan penelitian ini adalah untuk menguji kembali hipotesis tentang bagaimana pengaruh struktur kepemilikan institusional dan keputusan pendanaan dengan utang pada perusahaan publik non-keuangan di

Indonesia. Karena penulis ingin melihat apakah kepemilikan institusional dan penggunaan hutang berpengaruh positif atau negatif terhadap biaya keagenan maka penelitian ini bersifat *two tail* atau tidak menentukan arah penelitian.

1.2 Rumusan masalah

Berdasarkan uraian tersebut, maka masalah yang diangkat dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap biaya keagenan?
2. Bagaimana pengaruh penggunaan hutang terhadap biaya keagenan?

1.3 Tujuan penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti secara empiris terhadap :

1. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap biaya keagenan
2. Pengaruh penggunaan hutang terhadap biaya keagenan

1.4 Batasan Masalah

Agar penelitian ini menjadi jelas dan terarah, maka masalah dibatasi sebagai berikut:

1. Populasi penelitian adalah perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Kurun waktu pengamatan dalam penelitian ini adalah 3 tahun (tahun 2008–tahun 2010), dengan ketentuan:
 - a. Menerbitkan laporan keuangan selama periode pengamatan.
 - b. Laporan keuangan yang diterbitkan memiliki informasi-informasi yang diperlukan dalam penelitian.
 - c. Perusahaan yang menjadi bahan penelitian terus tercatat di BEI selama masa penelitian.
 - d. Memiliki informasi yang memadai tentang kepemilikan saham oleh institusi.

- e. Keputusan pendanaan dalam suatu perusahaan dibatasi pada penjelasan mengenai persentase penggunaan utang terhadap ekuitas perusahaan untuk mendapatkan hasil yang diinginkan peneliti.

1.5 Manfaat penelitian

1. Menyediakan informasi yang berkaitan dengan kepemilikan institusi dan keputusan pendanaan yang berkaitan dengan biaya keagenan yang dapat digunakan untuk penelitian para akademisi dan praktisi dibidang akuntansi di masa yang akan datang.
2. Membuktikan secara empiris pengaruh kepemilikan institusional dan keputusan pendanaan pada perusahaan yang *listing* di BEI terhadap biaya keagenan serta membantu untuk melengkapi penelitian-penelitian sebelumnya.
3. Diharapkan dapat memberi manfaat kontribusi dalam pengembangan teori, terutama yang berkaitan dengan variabel-variabel dalam laporan tahunan perusahaan yang dapat mempengaruhi biaya keagenan.
4. Sebagai bahan pertimbangan untuk manajer dan pemilik perusahaan dalam menentukan kebijakan dan strategi pengelolaan perusahaan untuk dapat mengurangi biaya keagenan akibat adanya problem keagenan.

1.6 sistematika penulisan

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini merupakan bab pendahuluan yang berisi latar belakang penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, ruang lingkup penelitian, metodologi penelitian, dan sistematika penelitian.

Bab 2 Landasan Teori

Bab ini menguraikan dasar teori serta literatur yang berhubungan dengan penelitian.

Bab 3 Metodologi Penelitian

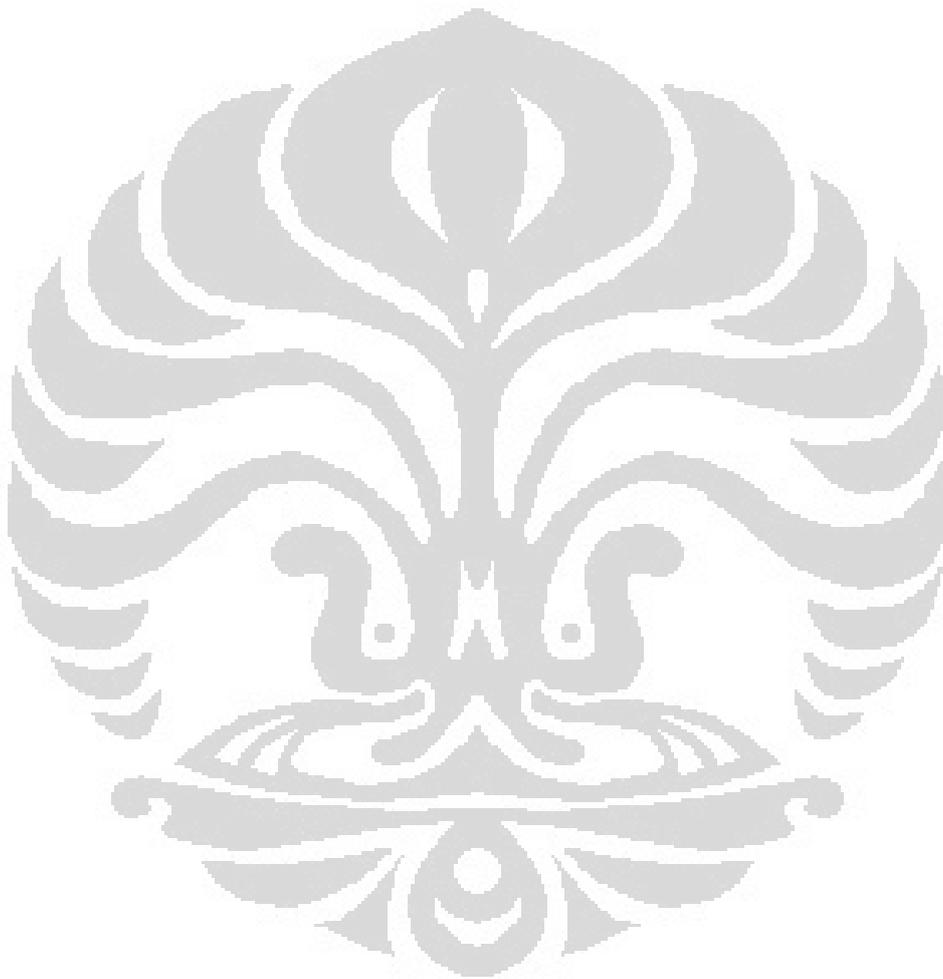
Bab ini meliputi jenis penelitian, tahap-tahap yang dilakukan dalam melakukan penelitian, penjelasan mengenai tahap-tahap tersebut, dan bagaimana cara penulis melakukan penelitian tersebut.

Bab 4 Hasil Empiris dan Pembahasan

Bab ini akan meliputi pelaksanaan penelitian, hasil penelitian, dan analisa serta interpretasi hasil penelitian.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Pada bab ini penulis akan berusaha membuat kesimpulan mengenai penelitian yang dilakukan, serta saran untuk penelitian penelitian selanjutnya.



BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Teori Keagenan

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak antara satu atau beberapa orang (*principal*) dengan orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa tugas sebagai bagian dari mereka (*principal*) yang melibatkan pendelegasian beberapa keputusan dalam perusahaan kepada agen tersebut. Perusahaan memerlukan manajer sebagai agen yang menjalankan kegiatan perusahaan karena pemegang saham, khususnya pemegang saham yang baru, tidak memiliki kemampuan untuk mengelola perusahaan karena tidak memiliki pengetahuan yang mendalam terhadap perusahaan dimana mereka menginvestasikan uangnya. Shleifer dan Vishny (1997) mendasarkan hubungan kontrak antara anggota-anggota dalam perusahaan, *principal* dan *agent* sebagai pelaku utama.

Principal merupakan pihak yang memberikan mandat kepada *agent* untuk bertindak atas nama *principal*, sedangkan agen merupakan pihak yang diberi amanat oleh *principal* untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan. *Agent* berkewajiban untuk mempertanggungjawabkan apa yang telah diamanatkan oleh *principal*. Hubungan ini muncul diantara pemegang saham dengan manajer karena para pemilik tidak memiliki keahlian untuk mengatur perusahaannya sendiri, memiliki pekerjaan lain, dan tersebar di berbagai negara penjuru dunia. Oleh karena itu, pemegang saham harus mempekerjakan karyawan (dalam hal ini manajer) untuk merepresentasikan diri mereka.

Karena manajer (sebagai pengelola perusahaan) memiliki pengetahuan yang lebih banyak mengenai informasi internal perusahaan dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibanding dengan pihak prinsipal, maka hal tersebut menimbulkan adanya asimetri informasi yang dapat mendorong manajer untuk melakukan berbagai tindakan yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Pemegang saham pun sulit mengontrol tindakan tersebut karena mereka memiliki informasi yang terbatas. Ada dua jenis asimetri informasi menurut Jensen dan Meckling (1976) yakni:

1. *Adverse selection*. Yaitu saat agen mengakui memiliki kemampuan untuk merepresentasikan pemegang saham dalam menjalankan kegiatan operasional sedangkan pemegang saham sendiri tidak dapat meyakinkan secara langsung apakah manajer benar-benar memiliki kemampuan tersebut.
2. *Moral hazard*. Yaitu pemegang saham maupun pihak pemberi pinjaman tidak mengetahui secara keseluruhan mengenai kegiatan yang dilakukan manajer yang mungkin saja tindakan tersebut melanggar kontrak dan secara etika tidak layak dilakukan.

Dalam menghadapi kedua kondisi diatas, pemegang saham memiliki dua pilihan. Pertama, mencari tahu perilaku manajer dengan cara berinvestasi pada sistem informasi seperti sistem anggaran, prosedur pelaporan, dan struktur *board of directors* dalam perusahaan. Kedua adalah memberikan insentif lebih misalnya bonus kepada manajer apabila manajer berhasil meningkatkan laba atau melakukan tindakan lain yang dikehendaki pemegang saham (Eisenhardt, 1989).

Menurut Eisenhard (1989), teori keagenan dilandasi oleh tiga asumsi yaitu:

1. Asumsi tentang sifat manusia
Asumsi ini menekankan bahwa manusia memiliki sifat untuk mementingkan diri sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*Bounded rationality*), dan tidak menyukai risiko (*risk aversion*).
2. Asumsi tentang keorganisasian
Asumsi keorganisasian adalah adanya konflik antara anggota organisasi, sementara efisiensi digunakan sebagai kriteria produktivitas, ditambah dengan adanya informasi asimetris antara *principal* dan *agent*.
3. Asumsi tentang informasi
Informasi dipandang sebagai barang komoditi yang bisa diperjualbelikan.

2.1.1 Konflik keagenan

Inti dari konflik keagenan diawali dengan adanya kontrak pemisahan antara kepemilikan dan kontrol serta bagaimana pemegang saham mendapatkan keyakinan bahwa manajer akan melakukan tindakan untuk memaksimalkan pengembalian yang sebesar-besarnya kepada pemegang saham. Konflik keagenan juga mengacu pada sulitnya pemegang saham mendapat kepastian bahwa dana yang mereka investasikan tidak disalahgunakan atau di investasikan pada proyek yang tidak menguntungkan (Shleifer dan Vishny, 1997). Haryono (2005) berpendapat bahwa secara teoritis kesuperioran manajer mendorong dan memotivasi manajer bersikap oportunistik.

Eisenhard (1989) menyatakan bahwa teori keagenan fokus pada pemecahan dua masalah yang bisa muncul dalam hubungan keagenan. Masalah pertama adalah tujuan atau keinginan antara pemegang saham dan manajer berbeda, selain itu pemegang saham memiliki kesulitan dan harus mengeluarkan biaya yang cukup mahal untuk mendapat informasi atau mengetahui secara langsung apa yang sebenarnya dilakukan manajer. Masalah yang kedua adalah adanya perbedaan pembagian resiko antar keduanya. Karena perbedaan ini maka keduanya mempunyai sikap yang berbeda dalam menghadapi resiko.

Pada perusahaan modern, seringkali terdapat konflik kepentingan antara manajer dan prinsipal. Prinsipal menginginkan pengembalian yang besar dan cepat atas investasi yang dilakukan dan manajer menginginkan adanya kompensasi atau bonus yang sebesar-besarnya atas kinerja di perusahaan. Pihak prinsipal menilai kinerja manajer dalam hal penciptaan laba yang besar karena laba dapat meningkatkan harga saham dan dividen. Untuk memenuhi kepentingannya sendiri yakni agar memperoleh kompensasi yang tinggi, manajer memenuhi tuntutan prinsipal tersebut. Bila pengawasan tidak dilakukan, manajer bisa saja memperlakukan informasi yang sebenarnya agar seolah-olah target prinsipal tercapai. Contoh tindakan nyata adalah piutang yang tidak mungkin tertagih yang tidak dihapus dan pengakuan penjualan yang tidak semestinya.

Sedangkan menurut Haryono (2005) dan Eisenhardt (1989), salah satu penyebab timbulnya konflik keagenan adalah karena pemegang saham hanya berkepentingan dengan resiko sistematis saham perusahaan, karena mereka

melakukan investasi pada portofolio. Sedangkan manajer berkepentingan dengan resiko perusahaan secara keseluruhan. Pemegang saham akan memilih proyek dengan resiko yang besar karena apabila berhasil maka *return* yang terima akan besar, dan bila gagal, walaupun akan mengalami kerugian akan tetapi tidak secara keseluruhan karena pemegang saham berinvestasi pada portofolio. Namun berbeda dengan manajemen perusahaan yang lebih memilih proyek-proyek yang memiliki resiko yang lebih rendah karena apabila gagal, manajer beresiko untuk kehilangan reputasi bahkan kehilangan pekerjaannya yang sangat tidak sepadan dengan insentif yang diterima. Sehingga timbul ketidaksinkronan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

2.1.2 Biaya Keagenan

Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa konflik keagenan sebagai akibat pemisahan fungsi pengambilan keputusan dan penanggung resiko banyak ditemukan pada perusahaan modern. Hubungan keagenan antara pemilik dengan manajer perusahaan menimbulkan biaya keagenan karena manajer tidak bertindak sesuai dengan keinginan terbaik dari si pemilik perusahaan. Manajer melakukan tindakan sesuai dengan kepentingannya sendiri seperti pengambilan dana secara langsung oleh manajer, konsumsi keuntungan secara berlebihan, melalaikan dan tidak mengoptimalkan investasi perusahaan secara rasional, menginvestasikan kembali *free cash flow* untuk berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan. Hal-hal tersebut dapat terjadi karena manajer memiliki kontrol yang kuat terhadap perusahaan atau disebut *private benefit of control* (Shleifer dan Vishny, 1997). Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa tidak mungkin prinsipal atau pemegang saham dengan biaya nol dapat mendapat keyakinan bahwa agen akan mengambil keputusan yang optimal yang sesuai dengan sudut pandang prinsipal. Jensen dan Meckling (1976), mendefinisikan biaya keagenan sebagai jumlah dari:

1. Biaya *monitoring* oleh prinsipal. Yaitu biaya yang dikeluarkan untuk mengawasi tindakan dan keputusan manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan prinsipal. Contohnya adalah biaya audit, dan biaya komunikasi dengan manajemen (Godfrey, 2010).

2. Biaya *Bonding* oleh agen. yaitu tindakan untuk menghabiskan sumber daya perusahaan sesuai dengan permintaan prinsipal agar prinsipal yakin manajer tidak melakukan tindakan yang membahayakan prinsipal. Contohnya adalah biaya pelatihan pegawai, kompensasi manajerial, penggunaan kas bebas untuk membayar dividen, membayar hutang dan untuk mendanai proyek-proyek yang menguntungkan prinsipal (Godfrey, 2010).
3. *Residual loss*. Apabila setelah dikeluarkan biaya *monitoring* dan biaya *bonding* ternyata masih ada perbedaan pengambilan keputusan antara keputusan yang diambil manajemen dengan apa yang diinginkan prinsipal, maka perusahaan menanggung kerugian hasil keputusan tersebut yang disebut dengan *residual loss* (Godfrey, 2010).

Selain biaya-biaya diatas, biaya keagenan juga dibedakan menjadi *agency cost of equity* dan *agency cost of debt*. Pengaruh dari konflik antara pemilik dengan manajer menyebabkan terkoneksinya harga saham dan menurunkan nilai perusahaan merupakan definisi dari *agency cost of equity*. Disamping itu, konflik juga dapat terjadi antara *shareholder* dan *debtholder*. Konflik muncul karena pemegang saham mengambil proyek yang risikonya lebih besar dari yang diperkirakan kreditur. Sedangkan keuntungan yang diterima kreditur dalam bentuk bunga hutang sifatnya tetap. Dalam konteks ini, akan timbul masalah jika hutang yang tinggi tidak disertai dengan penggunaan yang hati-hati, karena adanya kecendrungan perilaku oportunistik oleh pemegang saham sehingga timbullah *agency cost of debt* (Jensen dan Meckling, 1976).

Biaya keagenan dapat diukur dengan menggunakan beberapa cara yaitu: pertama, Menggunakan rasio perputaran total aset (*annual sales-to-total asset*). Kedua, Menggunakan fungsi dari interaksi antara arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan (*growth prospect*) (McKnight dan Weir, 2009).

2.1.2.1 Rasio Perputaran Total Aset (*Total asset turonver*)

Rasio Perputaran Total Aset telah digunakan dalam dua penelitian di Amerika sebagai pengukuran langsung terhadap biaya keagenan, yaitu penelitian

yang dilakukan oleh Ang *et. al.* (2000) dan Singh dan Davidson (2003). Kedua penelitian tersebut membuktikan bahwa rasio tersebut dapat mengukur efisiensi dari penggunaan aset perusahaan oleh manajemen untuk menghasilkan penjualan. Rasio yang tinggi menunjukkan bahwa aset menghasilkan penjualan yang signifikan dengan kata lain biaya keagenan yang dikeluarkan oleh pemegang saham sudah efektif. Sebaliknya, apabila rasionya rendah maka menunjukkan manajemen melakukan kebijakan investasi yang salah atau terlalu banyak mengeluarkan biaya untuk aset yang digunakan secara tidak efisien. Pengukuran ini, bagaimanapun, memiliki beberapa kelemahan. Pertama, penjualan yang dihasilkan mungkin saja tidak menunjukkan kesejahteraan pemilik, karena penjualan mungkin tidak benar-benar berasal dari aktifitas yang menguntungkan. Kedua, penjualan yang menghasilkan *cash flow* oleh manajemen tidak didistribusikan kepada *shareholder*. Ketiga, produktifitas diantara perusahaan dalam industri yang sama sangat beragam. Meskipun demikian, McKnight dan Weir (2009) seperti pada Ang *et. al.* (2000) dan Singh dan Davidson (2003) berpendapat bahwa, pengukuran ini menyediakan indikator yang berguna untuk biaya keagenan.

2.1.2.2 Interaksi arus kas bebas dan prospek pertumbuhan

Pengukuran yang kedua adalah interaksi antara arus kas bebas dan prospek pertumbuhan. Jensen (1986), Ang *et. al.* (2000) serta Singh dan Davidson (2003) berpendapat bahwa biaya keagenan akan tinggi saat *free cash flow* yang tinggi dikombinasikan dengan kesempatan pertumbuhan yang buruk. Mempertahankan *free cash flow* akan mengurangi kemampuan pasar modal untuk mengawasi keputusan manajemen dan karenanya *free cash flow* yang besar menunjukkan bahwa manajemen memiliki kekuatan yang besar dalam menetapkan kebijakan perusahaan dan karenanya akan meningkatkan biaya keagenan. Perusahaan yang memiliki kombinasi prospek pertumbuhan yang rendah dan *free cash flow* yang tinggi akan memiliki biaya keagenan yang tinggi.

2.2 Kepemilikan Institusional sebagai alternatif mekanisme *monitoring*

Pemegang saham perusahaan publik dapat dibagi menjadi tiga kelompok, yaitu pemegang saham perseorangan, pemegang saham manajerial dan pemegang saham institusional. Contoh investor institusional adalah bank, lembaga investasi, perusahaan dana pensiun, perusahaan asuransi, reksadana, serta berbagai *investment fund* yang dibentuk perusahaan asuransi. Jika dibandingkan dengan investor perseorangan yang jumlah kepemilikan sahamnya relatif kecil, sehingga seringkali investor perseorangan tidak terlalu memperdulikan hak mereka dalam RUPS maupun dalam penentuan ketua dan anggota direksi serta komisaris (Shleifer dan Vishny, 1997), Investor institusional biasanya memiliki jumlah saham yang signifikan dalam tiap perusahaan dimana mereka menginvestasikan dananya, sehingga suara mereka sangat berpengaruh dalam pengambilan keputusan. Investor institusional memiliki peran penting dalam penyediaan dana bagi operasi bisnis maupun investasi kedalam proyek yang dijalankan perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997).

Salah satu cara yang dapat dilakukan untuk mengurangi biaya keagenan adalah dengan mekanisme *monitoring* oleh prinsipal atau pemegang saham. Dengan melakukan pengawasan terhadap kinerja manajer, diharapkan manajer dapat bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Bentuk pengawasan yang dapat dilakukan prinsipal adalah dengan mengeluarkan biaya untuk auditor, pembatasan anggaran, insentif yang tinggi untuk manajer, membuat sistem kontrol secara formal, dan biaya pengawasan lain seperti biaya untuk menghubungi dan bertemu dengan manajer puncak serta melakukan observasi langsung (Jensen dan Meckling, 1976).

Mekanisme *monitoring* ini dapat dilimpahkan kepada pemegang saham dari luar perusahaan (*outsider*), salah satunya adalah pemegang saham institusional. Dengan adanya pemegang saham dari luar yang bertindak sebagai pengawas kinerja manajer maka dapat menghasilkan performa perusahaan yang baik (Singh dan Davidson, 2003). Haryono (2005) dan Shleifer & Vishny (1986) menyebutkan bahwa investor besar seperti investor institusional berperan penting dalam memonitor perilaku manajemen perusahaan. Dengan konsentrasi

kepemilikan, maka pemegang saham institusi dapat mengawasi tim manajemen secara lebih efektif.

Salah satu alasan mengapa investor luar seperti investor institusional bersedia untuk berinvestasi dalam perusahaan adalah karena mereka akan memiliki hak untuk mengontrol perusahaan sebagai gantinya (Shleifer dan Vishny, 1997). Distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investor* dapat mengurangi *agency cost*. Menurut Crutchley (1999) peran investor institusional dalam perusahaan sejak periode antara 1987 dan 1993 telah berubah dari pasif ke aktif. Aktif dalam hal ini adalah secara rutin melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen. Dengan adanya investor institusional diharapkan akan adanya pergeseran pengawasan dari prinsipal ke pihak institusional sehingga mengurangi biaya keagenan yang ditanggung prinsipal.

Selain itu, Karena pihak institusional berhubungan dengan dana dari masyarakat, maka akan fatal akibatnya apabila melakukan spekulasi. Keberadaan pemegang saham institusional juga dapat menaikkan nilai dari suatu perusahaan karena perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh pihak institusional mencerminkan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek pertumbuhan yang baik setiap waktu. Peran pemegang saham institusional adalah rutin melakukan pengawasan terhadap manajemen dengan cara menghubungi top manajemen untuk mendapatkan informasi terkini tentang strategi perusahaan, kinerja manajemen, keanggotaan dewan direksi, dan kualitas manajemen untuk memastikan kinerja manajemen mencapai tujuan perusahaan.

Menurut Fama dan Jensen (1983) Bentuk pengawasan lain dari pemegang saham institusional adalah dengan menempatkan dewan ahli (*decision expert*) yang tidak dibiayai oleh perusahaan, dengan demikian tidak berada dibawah pengawasan dari CEO, sehingga dapat memonitor para manajer secara lebih efektif. Bentuk *monitoring* yang lain adalah dengan cara memberi masukan-masukan sebagai bahan pertimbangan bagi *insider* dalam menjalankan usaha dan melalui rapat umum pemegang saham. Pemegang saham institusional juga biasanya akan melakukan investasi jangka panjang dan memiliki kepemilikan dengan jumlah saham yang besar sehingga akan dapat mempengaruhi segala

keputusan yang dilakukan manajemen. Sebagaimana diketahui bahwa nilai perusahaan dapat tercermin dari jumlah saham yang dibagikan perusahaan, maka dengan adanya pemegang saham institusional dengan segala kemampuannya untuk mempengaruhi investor lain tersebut perusahaan tidak perlu membayar dividen secara rutin dan dapat mempergunakan dana cadangan untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang dapat meningkatkan keuntungan perusahaan (Haryono,2005) dan (Eisenhardt, 1989).

Namun menurut penelitian McKnight dan Weir (2009), semakin tingginya prosentase kepemilikan institusional maka pengawasan terhadap manajemen akan semakin berkurang. Jensen (1986); Crutchley (1999) dan Sing dan Davidson (2003), juga menguraikan hasil penelitian yang menyatakan bahwa keberadaan pemegang saham institusional akan efektif menurunkan biaya keagenan pada titik tertentu saja, karena dengan semakin besarnya prosentase kepemilikan maka pemegang saham institusional akan mengambil keputusan yang menguntungkan pihaknya tanpa memperhatikan pemegang saham minoritas.

2.3 Penggunaan Hutang sebagai alternatif mekanisme *monitoring*

Pendanaan dengan hutang pada perusahaan masih memiliki resiko yang relatif lebih kecil jika dibandingkan dengan penerbitan saham. Karena saat kondisi *booming*, kewajiban perusahaan hanya sebatas membayar bunga tetap yang telah ditentukan sebelumnya kepada investor. Tetapi jika dilakukan penerbitan saham, perusahaan yang sedang dalam kondisi *booming*, harus melakukan *sharing profit* kepada para investornya melalui dividen. Jika pembiayaan dari luar memang dibutuhkan, pembiayaan melalui hutang seharusnya diprioritaskan sebelum pembiayaan melalui penerbitan saham. Tetapi jika kapasitas hutang perusahaan telah terpenuhi, maka perusahaan kemudian harus mempertimbangkan untuk melakukan penerbitan saham (Myer dan Majluf, 1984).

Jensen (1986) menyebutkan bahwa pendanaan dengan hutang dapat dijadikan alat untuk memotivasi manajemen untuk secara disiplin meningkatkan kinerjanya. Namun penggunaan hutang ini tidak selalu memiliki efek yang positif.

Penggunaan hutang yang tinggi akan memicu timbulnya konflik baru yang muncul antara pemilik dan kreditur karena ada kemungkinan gagal bayar karena perusahaan berinvestasi pada proyek yang beresiko. Selain itu akan muncul kemungkinan kebangkrutan dan kehilangan pekerjaan bagi manajer.

Di samping itu, pendanaan dengan hutang dinilai dapat mengurangi konflik keagenan. Shleifer dan Vishny (1997) dan Jensen (1986) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa dengan penggunaan hutang yang tinggi mencegah manajer berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan, penghematan oleh manajemen dan mencegah perusahaan memiliki kelebihan kas. Kas bebas tersebut ada dibawah kuasa manajer. Kas bebas yang tinggi dapat saja dimanfaatkan oleh manajer untuk berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan, dikonsumsi secara berlebihan, atau digunakan untuk hal-hal diluar kepentingan pemegang saham. Dengan penggunaan hutang yang tinggi, maka kas bebas yang ada digunakan untuk membayar bunga tetap dan pokok pelunasan hutang pada saat jatuh tempo, maka uang yang berada dalam kontrol manajer menjadi lebih sedikit.

Sedangkan Friend dan Lang (1988) dalam Crutchley (1999) dan Fachrudin (2011) menjelaskan bahwa dengan adanya hutang maka akan ada beban bunga. Beban bunga tersebut memiliki efek *financial leverage* dimana beban bunga dari hutang akan menghemat pengeluaran untuk pajak. Beban bunga dapat dikurangkan dari pendapatan sehingga laba sebelum pajak menjadi lebih kecil dan akibatnya pajak semakin kecil. Sedangkan jika pendanaan menggunakan ekuitas, maka tidak terdapat beban yang dapat mengurangi pajak. Karena hal itu maka pemegang saham lebih menyukai pendanaan dari hutang karena akan mendorong manajer untuk meningkatkan kinerjanya agar pemegang saham mendapatkan pengembalian yang besar atas manfaat penghematan pajak tersebut. Dengan demikian akan mengurangi biaya keagenan.

Manfaat penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan lainnya adalah karena *debtholder* dapat melakukan pengawasan atas kinerja manajer. Pengawasan tersebut dapat dilakukan dengan menanyakan secara berkala apa proyek yang sedang atau sedang ingin dijalankan manajer, observasi ke perusahaan dan bertemu langsung dengan top manajer sehingga akan mengurangi

biaya keagenan yang ditanggung oleh pemegang saham (Singh dan Davidson, 2003). Karena hutang adalah kontrak dimana perusahaan mendapatkan sejumlah dana dari pihak luar dan berjanji akan membayar bunga dan melunasi pokok hutang saat jatuh tempo, dan apabila terjadi penyimpangan kreditor dapat mengklaim aset perusahaan maka hutang dapat dijadikan alat untuk meningkatkan kinerja manajer (Shleifer dan Vishny, 1997). McKnight dan Weir (2009) juga menyatakan dalam penelitiannya bahwa hutang dapat mengurangi biaya keagenan.

2.4 Pengembangan hipotesis

Menurut beberapa penelitian, adanya pemegang saham institusional dapat mengurangi biaya keagenan. Hasil dari penelitian Curtchley (1999) menyebutkan bahwa pemegang saham institusional yang secara aktif melakukan pengawasan terhadap kinerja manajer terbukti mengurangi biaya keagenan yang secara simultan akan menggantikan pengawasan internal seperti penggunaan hutang dan *insider ownership*. Haryono (2005) dan Jensen (1986), menyebutkan bahwa investor besar seperti investor institusional, berperan penting dalam mengawasi perilaku *insiders* sehingga dapat mengurangi biaya keagenan. Fama dan Jensen (1983) mengatakan bentuk pengawasan dari pemegang saham institusional adalah dengan menempatkan dewan ahli (*decision expert*) yang tidak dibiayai oleh perusahaan, dengan demikian tidak berada dibawah pengawasan dari CEO, sehingga dapat memonitor para manajer secara lebih efektif sehingga biaya keagenan dapat berkurang. Tampubolon (2011) dan Amarani (2009) menyatakan bahwa investor institusional mampu mengurangi biaya keagenan antara prinsipal dan manajer lewat mekanisme monitoring dan kontribusi pemegang saham institusional terhadap keputusan yang diambil manajemen.

Namun menurut beberapa penelitian, dengan meningkatnya pemegang saham insitusional, maka akan meningkatkan biaya keagenan. Salah satu model penelitian yang digunakan McKnight dan Weir (2009), menghasilkan kesimpulan bahwa semakin tinggi prosentase kepemilikan institusional maka pengawasan terhadap kinerja manajemen akan semakin berkurang dan tidak membantu mengurangi biaya keagenan. Sedangkan untuk model yang lainnya menyatakan

bahwa keberadaan investor institusi tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan karena tidak secara efektif melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen. Hasil ini serupa dengan penelitian Purnami (2011). Singh dan Davidson (2003) melakukan penelitian tentang peran pemegang manajerial dan pemegang saham institusional serta komisaris independen dalam mengurangi biaya keagenan dan mendapatkan hasil bahwa pemegang saham manajerial dapat mengurangi biaya keagenan lewat maksimalisasi utilitas perusahaan, sedangkan pemegang saham dari luar seperti pemegang saham institusional memiliki efek yang terbatas dalam mengurangi biaya keagenan dan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan semakin meningkatnya pemegang saham institusional maka biaya keagenan akan semakin tinggi karena investor institusional akan fokus pada keputusan yang menguntungkan pihaknya dan mengabaikan pemegang saham minoritas.

Dari hasil beberapa penelitian, pemegang saham institusional dapat mengurangi biaya keagenan lewat mekanisme *monitoring* yang dapat meningkatkan kinerja manajemen dan mencegah perilaku oportunistik manajemen. Sedangkan disisi lain, beberapa penelitian juga menunjukkan bahwa semakin meningkatnya prosentase kepemilikan saham oleh institusional maka biaya keagenan akan naik, karena pemegang saham institusional akan mengambil keputusan yang menguntungkan pihaknya tanpa memperhatikan kepentingan pemegang saham minoritas. Karena adanya perbedaan hasil penelitian, maka penulis membuat hipotesis tentang bagaimana sebenarnya pengaruh kepemilikan institusional terhadap biaya keagenan dengan tidak menentukan arah penelitian (positif/negatif) atau bersifat *two tail*.

H1: kepemilikan institusional berpengaruh terhadap biaya keagenan

Menetapkan penggunaan hutang adalah hal penting dalam sebuah perusahaan. McKnight dan Weir (2009), dalam penelitiannya yang berjudul biaya keagenan, mekanisme tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan pada perusahaan publik di Inggris menyebutkan bahwa kepemilikan oleh dewan dan penggunaan hutang berpengaruh secara positif dapat mengurangi biaya keagenan lewat mekanisme *monitoring*. Jensen (1986) melakukan penelitian terhadap

agency cost of free cash flow, keuangan perusahaan dan pengambilalihan perusahaan. Hasil dari penelitian tersebut adalah bahwa penggunaan hutang dapat meningkatkan kinerja manajer dan mengurangi arus kas bebas sehingga mengurangi biaya keagenan. Hasil tersebut serupa dengan penelitian Putra dan Ratnadi (1999) dan Huzaimah (2004) yang menyatakan hutang akan mengurangi jumlah kas yang menganggur sehingga mencegah manajemen bertindak oportunistik. Shleifer dan Vishny (1997) berpendapat bahwa dengan adanya hutang maka manajer akan berusaha untuk bekerja sebaik mungkin agar perusahaan tidak mengalami kebangkrutan yang bisa berdampak pada kehilangan pekerjaan dan akan mengurangi kas bebas dalam perusahaan yang secara tidak langsung akan membatasi manajer agar tidak berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan. Friend dan Lang (1988) dalam Curtchley (1999) menyatakan bahwa hutang akan menciptakan efek *financial leverage* dimana apabila perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan maka akan mengemat pengeluaran untuk pajak yang membuat *net income* naik. Hal tersebut mendorong manajer untuk melakukan usaha maksimalnya dalam upaya untuk tetap menghasilkan pendapatan untuk membayar bunga tersebut karena ada tekanan dari pemegang saham yang menginginkan dividen yang tinggi karena kenaikan *net income* tersebut.

Disisi lain, Jensen (1986) berpendapat bahwa walaupun hutang dapat mengurangi *agency cost of free cash flow* namun akan meningkatkan *agency cost of debt* dimana akan timbul masalah antara perusahaan dengan kreditur karena perbedaan espektasi tingkat resiko dari proyek yang diambil. Purnami (2011) mendapatkan hasil penelitian bahwa penggunaan hutang tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan karena kreditur tidak cukup efektif dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen.

Penggunaan hutang dapat mengurangi biaya keagenan lewat mekanisme *monitoring* oleh kreditur, selain itu penggunaan hutang akan meningkatkan kinerja manajemen dan mengurangi kas bebas karena digunakan untuk membayar bunga dan pokok hutang saat jatuh tempo. Namun beberapa penelitian menyebutkan bahwa semakin tinggi penggunaan hutang maka akan menimbulkan

konflik antara prinsipal dan kreditur karena adanya perbedaan ekspektasi pengambilan resiko yang pada akhirnya akan meningkatkan *agency cost of debt*.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, masih terdapat perbedaan pendapat dan hasil tentang bagaimana hutang mempengaruhi biaya keagenan (positif/negatif), maka penulis membuat hipotesis apakah penggunaan hutang berpengaruh terhadap biaya keagenan. Model ini bersifat *two tail* atau tidak menentukan arah penelitian.

H2: Penggunaan hutang berpengaruh terhadap biaya keagenan



BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang *listing* di Bursa efek Indonesia selama tahun 2008 sampai dengan tahun 2010. Peneliti memilih tahun penelitian tersebut karena ingin mendapatkan data perusahaan terkini agar relevan dengan keadaan sekarang. Laporan keuangan yang akan digunakan dalam penelitian meliputi informasi tentang neraca, laporan laba rugi, arus kas, perubahan ekuitas dan catatan atas laporan keuangan. Perusahaan yang dipilih adalah seluruhnya kecuali untuk perusahaan yang bergerak di industri keuangan seperti bank, perusahaan investasi, perusahaan asuransi dan dana pensiun. Alasan ini mengacu pada pernyataan Jensen dan Meckling (1976) bahwa industri-industri tersebut memiliki tingkat regulasi yang tinggi. Selain itu, apabila peneliti memilih sampel perusahaan disatu sektor saja maka jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria maka perusahaan yang memenuhi syarat menjadi sampel akan terlalu sedikit. Maka dipilihlah semua perusahaan non-keuangan agar sampel yang diambil dapat mewakili apa yang ingin diteliti oleh peneliti.

Penarikan sampel dari populasi dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu metode sampling yang menarik sampel berdasarkan pertimbangan atau kriteria, yaitu merupakan tipe pemilihan sampel secara tidak acak yang informasinya diperoleh dengan menggunakan pertimbangan atau kriteria tertentu, salah satunya adalah aksesibilitas terhadap informasi perusahaan yang bersangkutan (Cooper & Schindler, 2000) dalam (Dewi, 2011).

Dari setiap perusahaan, informasi yang diambil adalah prosentase kepemilikan oleh institusi, kepemilikan keluarga, harga saham penutupan diakhir tahun, dividen kas yang dibayarkan, total aset, total kewajiban, total ekuitas, pendapatan operasional, penjualan bersih, beban penyusutan aset tetap, beban bunga dan pajak selama 3 tahun yaitu dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2010.

Adapun kriteria-kriteria dari perusahaan yang dijadikan sebagai sampel dalam penelitian ini adalah :

1. Perusahaan merupakan perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang sudah diaudit.

2. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan selama masa pengujian, yaitu tahun 2008 sampai dengan tahun 2010.
3. Perusahaan memiliki data kepemilikan saham oleh institusi selama masa pengujian, yaitu kepemilikan saham oleh bank, dana pensiun, perusahaan asuransi, *mutual fund*, *investment advisor*.
4. Tidak memiliki laba usaha, ekuitas dan EBIT yang negatif.
5. Mengeluarkan perusahaan yang bergerak di industri keuangan seperti bank, perusahaan investasi, perusahaan asuransi dan dana pensiun yang memiliki tingkat regulasi yang tinggi.
6. Terus terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) selama masa penelitian.
7. Perusahaan tetap ada selama masa penelitian.

Tabel 3.1 kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian.

Perusahaan non-keuangan yang selalu listing di BEI sejak tahun 2008-2010	343
Tidak memiliki laporan keuangan yang lengkap	(15)
Tidak memiliki data pemegang saham institusional	(140)
Memiliki ekuitas, laba usaha dan EBIT negatif	(23)
Jumlah sampel per tahun	165
Jumlah sampel tahun 2008 – 2010	495

3.2 Metode pengumpulan data

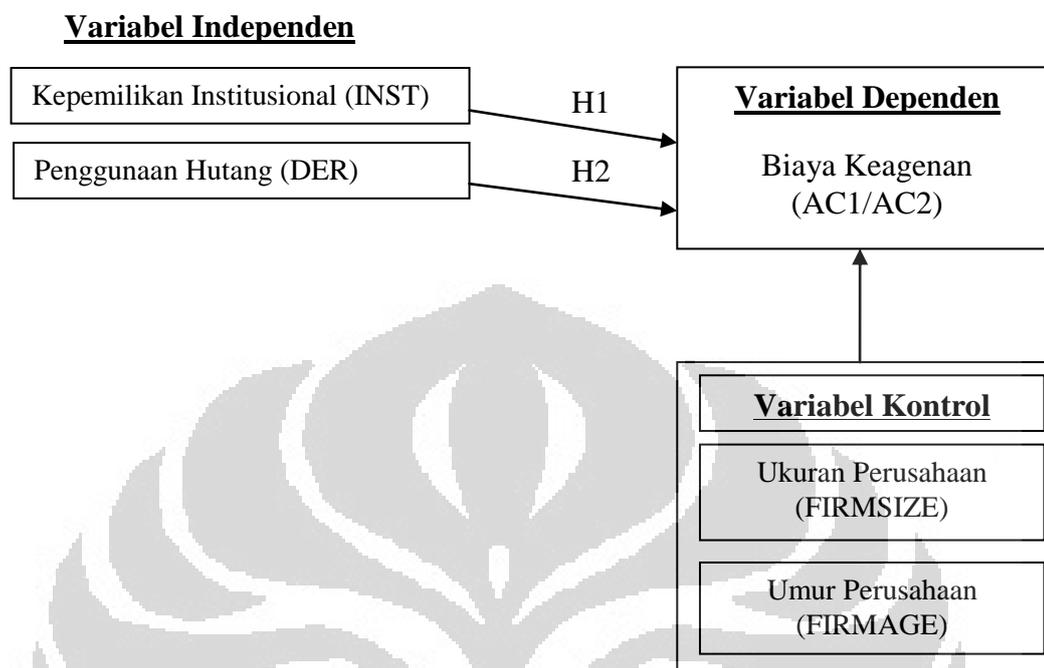
Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari pengumpulan data laporan keuangan tahunan perusahaan yang dipublikasikan dalam situs Bursa Efek Indonesia maupun di media publikasi lainnya seperti Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM), Pusat Data Ekonomi dan Bisnis di perpustakaan Universitas Indonesia fakultas Ekonomi, *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, internet dan media publikasi lainnya.

3.3 Kerangka Penelitian

Pemegang saham institusional dapat mengurangi biaya keagenan lewat mekanisme monitoring namun dapat juga meningkatkan biaya keagenan karena tindakan oportunistik oleh pemegang saham seiring dengan tingginya prosentase kepemilikan. Penggunaan hutang juga dapat mengurangi biaya keagenan lewat mekanisme monitoring oleh kreditur yang dapat meningkatkan kinerja manajemen. Namun disisi lain, hutang dapat meningkatkan *agency cost of debt* karena adanya perbedaan ekspektasi resiko oleh prinsipal dan kreditur. Karena perbedaan hasil penelitian tersebut maka penulis ingin melihat bagaimana pengaruh kepemilikan institusional dan penggunaan hutang (positif/negatif) terhadap biaya keagenan. Penelitian ini bersifat *two tail*.

Variabel penelitian terdiri dari variabel dependen yaitu *agency cost* yang diproksikan dengan dua perhitungan yaitu, rasio perputaran aset dan interaksi antara arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan (McKnight dan Weir, 2009). Variabel independen yang digunakan yaitu kepemilikan institusional yang diproksikan dengan prosentase kepemilikan institusional dalam perusahaan (Singh dan Davidson, 2003); (McKnight dan Weir, 2009) dan penggunaan hutang yang diproksikan dengan rasio total hutang terhadap ekuitas (McKnight dan Weir, 2009); (Kallapur dan Trombley 1999) dan (Smith dan Watts, 1992) dalam (Wahyudi, 2006). Serta variabel kontrol yang berdasarkan penelitian terdahulu terbukti berpengaruh terhadap variabel dependen, yaitu ukuran perusahaan dan umur perusahaan. Hubungan beberapa variabel tersebut dituangkan dalam gambar skematis model penelitian pada gambar 3.1 sebagai berikut :

Gambar 3.1
Kerangka Penelitian



3.4 Model Penelitian

Model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:

$$AC\ 1 = \alpha_0 + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 FIRMSIZE_{it} + \beta_4 FIRMAGE_{it}$$

$$AC\ 2 = \alpha_0 + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 FIRMSIZE_{it} + \beta_4 FIRMAGE_{it}$$

Keterangan:

AC 1 = Proksi biaya keagenan menggunakan *Asset turnover ratio* perusahaan i pada periode t

AC 2 = Proksi biaya keagenan dengan menggunakan Interaksi antara arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan perusahaan i pada periode t

INST_{it} = Prosentase kepemilikan institusi perusahaan i pada periode t

DER_{it} = Rasio *total debt to total equity* perusahaan i pada periode t

FIRMSIZE_{it} = Ln total aset perusahaan i pada periode t

FIRMAGE_{it} = Umur perusahaan sejak disahkan oleh notaris

3.5 Operasionalisasi Variabel Penelitian

3.5.1 Variabel Dependen

Variabel dependen atau variabel tidak bebas pada penelitian ini adalah *agency cost* (biaya keagenan). Variabel ini mengukur seberapa besar biaya yang timbul akibat adanya *agency problem* (masalah keagenan) didalam perusahaan. Besarnya biaya keagenan diukur dengan dua cara yaitu berdasarkan (McKnight dan Weir, 2009):

1. Rasio penjualan per tahun terhadap total aset (*total asset turnover*)

$$\text{Rasio perputaran total aset} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total aset}}$$

Rasio perputaran total aset dalam penelitian McKnight dan Weir (2009) digunakan dengan mengacu kepada penelitian Ang *et. al.* (2000) dan Singh dan Davidson (2003), keduanya berpendapat bahwa rasio tersebut mengukur efisiensi manajemen dalam mengelola aset perusahaan untuk menghasilkan penjualan. Rasio yang tinggi menunjukkan bahwa aset yang dimiliki perusahaan mampu menghasilkan penjualan yang signifikan, dimana hal ini menunjukkan bahwa biaya keagenan yang ada telah efisien. Apabila rasionya rendah hal itu menunjukkan bahwa manajemen melakukan kebijakan investasi yang salah atau terlalu banyak mengeluarkan biaya untuk aset yang digunakan secara tidak efisien.

2. Interaksi antara Arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan

$$\text{Tobins'Q} = \frac{(\text{Harga saham} \times \text{jumlah saham beredar}) + \text{total hutang}}{\text{Total aset}}$$

$$\text{FCF} = \frac{(\text{Operating income} + \text{penyusutan}) - (\text{bunga} + \text{pajak} + \text{dividend yang dibayarkan})}{\text{Total aset}}$$

$$\text{Agency Cost} = \text{Tobins'Q} \times \text{FCF}$$

Jensen (1986); Ang *et. al.* (2000); dan Singh dan Davidson (2003), berpendapat bahwa biaya keagenan akan tinggi saat *free cash flow* yang tinggi dikombinasikan dengan kesempatan pertumbuhan yang rendah. Mempertahankan *free cash flow* akan mengurangi kemampuan pasar modal untuk mengawasi keputusan manajemen dan karenanya *free cash flow* yang besar menunjukkan bahwa manajemen memiliki kekuatan yang besar dalam menetapkan kebijakan perusahaan dan karenanya akan meningkatkan biaya keagenan. Seperti dalam McKnight dan Weir (2009), penulis menggunakan variabel *dummy*, dimana perusahaan yang mempunyai prospek pertumbuhan yang tinggi bernilai 0 dan untuk perusahaan dengan prospek pertumbuhan rendah bernilai 1. Perusahaan dikatakan memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi apabila nilai Tobin's Q lebih besar daripada *median* tingkat pertumbuhan pada perusahaan sampel. Hasil tersebut lalu dikali dengan FCF. Semua perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi akan bernilai 0 dan yang rendah akan diukur berdasarkan FCF yang telah dihitung. Menurut McKnight dan Weir (2009) yang mengacu pada Doukas *et. al* (2000) apabila menggunakan metode OLS maka akan terjadi bias dan estimasi parameter tidak konsisten, jadi yang digunakan adalah metode regresi data panel tobit.

3.5.2 Variabel independen

Variabel independen atau variabel bebas adalah variabel yang akan diuji apakah mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Ada dua variabel dalam penelitian ini yang ingin diuji pengaruhnya terhadap biaya keagenan.

1. Kepemilikan institusional (*Institutional Ownership*). Penelitian ini menggunakan prosentase kepemilikan saham berdasarkan kriteria pemegang saham institusi yaitu bank, reksadana, dana pensiun, asuransi, koperasi, dan berbagai perusahaan investasi. Perhitungan kepemilikan institusional ini serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh McKnight dan Weir (2009).

INST = jumlah prosentase kepemilikan saham oleh investor institusional dalam perusahaan setiap tahun

2. Penggunaan hutang. Untuk penggunaan hutang diukur dengan menggunakan rasio yang dapat menunjukkan perbandingan antara pembiayaan melalui hutang dengan pembiayaan melalui ekuitas, yaitu rasio *Debt to Equity* (total hutang/total ekuitas). Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kallapur dan Trombley (1999) dan Smith dan Watts (1992) dalam wahyudi (2006).

$$\text{Penggunaan hutang} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total ekuitas}}$$

3.5.3 Variabel kontrol

Variabel kontrol berguna untuk membuat model penelitian menjadi lebih baik dalam menggambarkan hubungan antara pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah (Tobing, 2006):

1. Ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan dihitung berdasarkan logaritma natural Ln total aset setiap perusahaan setiap tahunnya (Truong, 2006) dalam (Tobing, 2009). Seperti dalam penelitian Tobing (2009) penulis menduga apabila ukuran perusahaan semakin besar maka biaya keagenan akan semakin meningkat karena tingkat kompleksitas manajemen dalam perusahaan juga besar.

$$\text{TA} = \text{Ln total aset periode } t$$

2. Umur perusahaan. Umur perusahaan dihitung sejak perusahaan resmi menjadi perseroan dan disahkan oleh notaris. Pengaruh umur perusahaan diharapkan positif terhadap biaya keagenan, dimana semakin tua umur perusahaan maka biaya keagenan semakin tinggi karena keuangan perusahaan akan semakin bertumbuh dan memiliki banyak kas bebas daripada perusahaan muda yang masih membutuhkan dana untuk bertumbuh sehingga kas bebas dalam digunakan untuk proyek-proyek perusahaan Tobing (2009).

$$\text{AGE} = \text{Umur perusahaan sejak disahkan notaris}$$

3.6 Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan teknik regresi linier majemuk untuk melihat pengaruh dua variabel independen atau lebih terhadap variabel dependen. Selain sebagai alat pembuktian ada tidaknya hubungan kausal antara dua variabel atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen, analisis ini juga berguna untuk melihat keeratan hubungan antar variabel. Model ini sesuai karena peneliti menggunakan lebih dari satu variabel bebas, yaitu kepemilikan institusional dan penggunaan hutang. Dalam penelitian ini digunakan dua jenis data yaitu *cross section* dan *time series*, sehingga digunakan pemodelan data panel. Ada 3 jenis permodelan data panel yaitu, *ordinary least squared* (OLS), Model efek tetap (*fixed effect*) dan model efek random *random effect*.

3.6.1 Uji Asumsi klasik Multikolinearitas

Multikolinearitas didefinisikan sebagai hubungan linier sempurna atau hampir sempurna diantar beberapa atau seluruh variabel independen didalam model regresi. Pada umumnya multikolinearitas tidak dapat dihindari karena sulit untuk menemukan dua variabel yang secara sistematis tidak memiliki korelasi (korelasi = 0) sekalipun secara substansi variabel independen tersebut tidak berkorelasi (Nachrowi, 2006). Beberapa konsekuensi yang muncul apabila terdapat multikolinearitas adalah parameter yang diestimasi bersifat BLUE. Multikolinearitas menimbulkan masalah-masalah seperti:

- a. Terdapat *variance* dan *std. error* yang besar yang mengakibatkan uji hipotesis menjadi kurang akurat.
- b. *Variance* yang besar akan mempengaruhi lebarnya interval kepercayaan (*confidence interval*).
- c. T-rasio dari satu atau lebih koefisien akan menjadi tidak signifikan secara statistik.
- d. Banyak variabel yang tidak signifikan secara statistik tetapi koefisien determinasi (R^2) tetap tinggi dan uji F signifikan.

Oleh karena itu perlu dilakukan uji multikolinearitas dengan menghitung koefisien korelasi antar variabel independen. Koefisien yang tinggi ($>0,8$) mengindikasikan adanya masalah multikolinearitas pada persamaan regresi. Tidak

ada cara yang spesifik untuk mengatasi kolinearitas. Satu cara mungkin berhasil mengatasi multikolinieritas dalam suatu model, tetapi ada kalanya cara tersebut tidak dapat diterapkan pada model lain. Oleh karena itu, ada beberapa cara yang dapat dilakukan, yaitu melihat informasi sejenis yang ada, mengeluarkan variabel bebas yang koliner dari model, mentransformasikan variabel dan mencari data tambahan (Nachrowi, 2006; Wing, 2007).

3.6.2 Uji Hipotesis

Pengujian ini berguna untuk melihat bagaimana pengaruh variabel bebas yang dipilih dalam penelitian ini terhadap variabel terikat. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan perhitungan seperti berikut:

1. Uji-F

Untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh dari variabel-variabel independen secara keseluruhan dengan variabel dependen maka dilakukanlah uji-F. Untuk mengetahui apakah H_0 ditolak atau gagal ditolak maka perlu dibandingkan antara nilai F-statistik dengan *F-critical*, atau probabilitas F-statistik (*p-value*) masing-masing variabel independen dengan α . H_0 ditolak jika F-statistik lebih besar dari *F-critical* atau jika *p-value* lebih kecil dari α .

2. Uji *Adjusted R – Squared* (R^2)

Nilai R^2 melihat seberapa dekat garis regresi yang diestimasi dengan data yang sesungguhnya. Nilai R^2 ini akan menjelaskan seberapa besar variabel independen mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependen. *Adjusted R – Squared* (R^2) mempunyai rentang nilai antara 0 sampai dengan 1. Semakin mendekati angka 1 maka model tersebut dapat dikatakan semakin baik karena variabel independen semakin mampu menjelaskan variabel dependennya. Sebaliknya jika nilai R^2 sebesar 0 maka variabel independen tidak dapat menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependen.

3. Uji-t

Uji ini digunakan untuk melihat ada tidaknya signifikansi dari pengaruh variabel independen secara individu terhadap variabel dependen dengan menganggap variabel lain bersifat konstan.

Uji-t dapat dilakukan dengan cara membandingkan nilai t-hitung dengan t-tabel, dengan derajat bebas $n-2$ (n adalah jumlah pengamatan serta tingkat signifikansi yang dipakai) dimana jika t-statistik lebih besar dari t-tabel maka H_0 ditolak dan apabila t-statistik lebih kecil dari t-tabel maka H_0 diterima. Cara lain adalah dengan melihat probabilitas (*p-value*) dan membandingkannya dengan α . Hipotesisnya adalah apabila *p-value* lebih besar dari α , maka H_0 diterima dan apabila lebih kecil maka H_0 ditolak (Nachrowi, 2006).

3.6.3 Metode data panel

Ada tiga model yang dapat digunakan dalam mengestimasi model linear data panel, yaitu:

1. **Metode *Pooled ordinary least squared*** Dalam teknik ini, sebelum membuat regresi, data *cross section* dengan data *time series* harus terlebih dulu digabungkan (*pool data*). Setelah itu data gabungan diperlakukan sebagai satu kesatuan pengamatan yang digunakan untuk mengestimasi model dengan metode OLS. Dalam metode ini, nilai *intercept* tidak berubah baik antara individu maupun antar waktu. Kelemahan dari metode ini adalah menunjukkan hubungan antara variabel terikat dengan variabel bebas dari setiap *cross section*.

2. **Metode *fixed effect* (MET)**

Dalam model ini kita dapat mengatasi permasalahan yang ada pada model data pool, karena metode ini memungkinkan adanya perubahan α pada setiap waktu dan individu. Yang perlu diperhatikan adalah metode MET ini adalah sama dengan regresi yang menggunakan *Dummy variabel* sebagai variabel bebas. Dalam metode ini perbedaan antar individu dan waktu dicerminkan lewat *intercept*.

3. Metode *random effect* (MER)

Dalam model ini perbedaan antar individu dan waktu dicerminkan lewat *error*. Teknik ini memperhitungkan bahwa *error* mungkin berkorelasi sepanjang *time series* dan *cross section*. Perbedaan antara *fixed effect* dan *random effect* adalah konstanta dari setiap *cross section* tidak tetap melainkan memiliki parameter yang bergerak secara acak. Sehingga terjadi variabilitas pada konstanta disetiap individu.

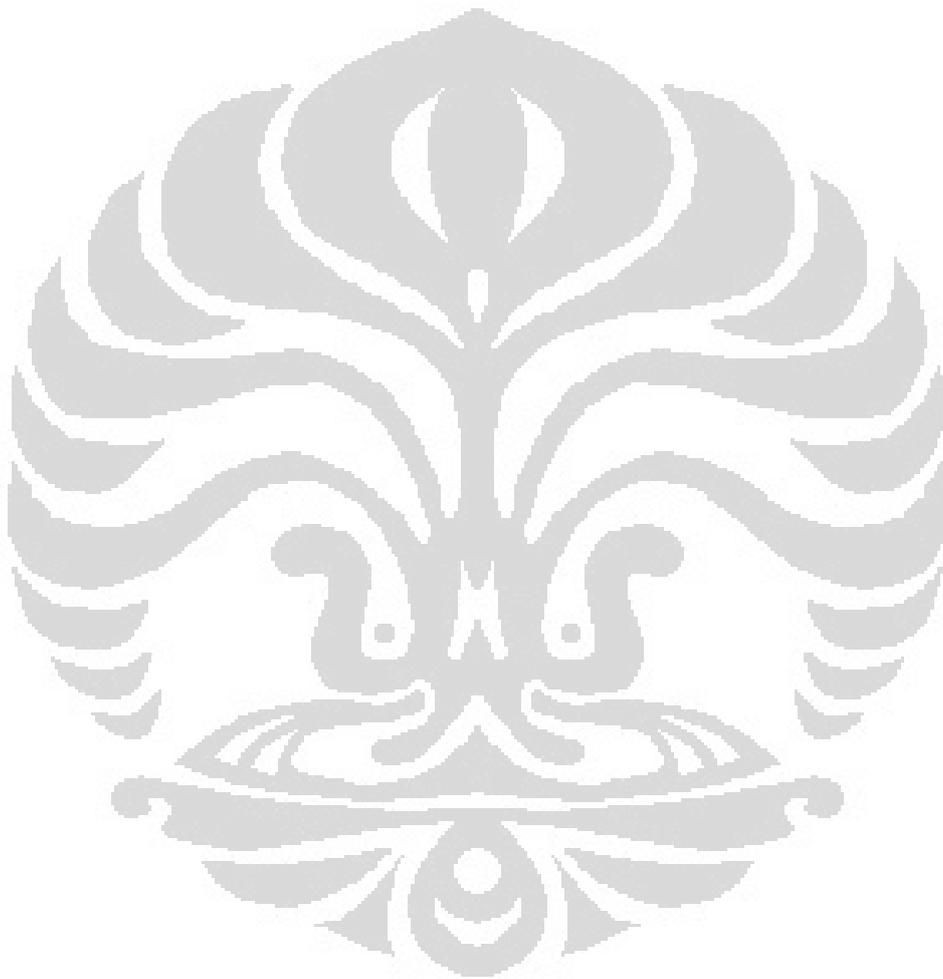
Dalam memilih metode mana yang sesuai antara ketiga metode yang ada maka dilakukan pengujian terlebih dahulu dengan menggunakan uji *Chow* dan uji Hausman. Uji *Chow* digunakan untuk menentukan antara model *pooled least square* dan metode *fixed effect*. Apabila probabilitas chi-square diatas 0,05 maka yang digunakan adalah *pooled least squared*. Apabila chi-squared dibawa 0,05 maka perlu dipastikan lagi apakah model estimasi dilakukan dengan *fixed effect* atau *random effect* dengan menggunakan uji Hausman. Apabila hasil probabilitas chi-squared dibawah 0,05 maka yang digunakan adalah metode *fixed effect*, namun apabila diatas 0,05 maka yang digunakan adalah *random effect* (Gujarati, 2003), (Verbeek, 2004).

3.6.4 Regresi Tobit

Pengujian hipotesis dengan regresi tobit digunakan saat variabel tidak bebas mengandung data yang tersensor. Salah satu ciri data tersensor adalah data sebagian memiliki nilai 0 (diskrit) dan sebagian lagi tidak 0 (kontinyu). Regresi tobit digunakan saat variabel tidak bebas sebagian datanya bersifat diskrit dan sebagian lainnya bersifat kontinyu. Regresi tobit ini digunakan karena apabila variabel tidak bebas diestimasi menggunakan regresi OLS maka hasilnya akan bias (Gujarati,2003); (Verbeek, 2004).

Dalam Regresi tobit uji signifikansi model di representasikan dengan z-statisik yang dalam OLS dan data panel diestimasi dengan t-statistik. Untuk melihat pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara keseluruhan, sebagaimana uji F dalam regresi OLS dan data panel, dalam regresi tobit dapat menggunakan *Likelihood Ratio Test*. Dimana apabila hasil probabilitas Chi-

Squared dibawah $\alpha = 5\%$ maka variabel bebas secara signifikan berpengaruh seluruhnya terhadap variabel terikatnya (Gujarati, 2003; Veerbek, 2004). Kesemua pengujian yang dilakukan tersedia dalam program *EViews 6.1* yang digunakan dalam penelitian ini.



BAB 4 ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN

4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Hasil statistik deskriptif dari variabel-variabel dalam dua proksi biaya keagenan, yaitu rasio perputaran total aset dan interaksi antara arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif

	Mean	Median	Max	Min	Std. Deviasi
AC1	0.9595	0.7968	4.1830	0.0017	0.7815
AC2	0.0500	0.0000	0.6277	0.0000	0.0903
INSTOWN	0.3062	0.2382	0.8946	0.0334	0.2211
DER	1.2878	0.9830	4.2510	0.0271	0.9698
FRMSIZE (dlm juta rupiah)	3,011,184	785,474.2	40,600,921	15,414.80	5,461,984
FRMAGE	28.9	29	54	5	11

Pertama penulis akan membahas hasil statistik deskriptif dari proksi yang pertama yaitu dengan menggunakan rasio perputaran total aset (AC1). Dapat dilihat bahwa secara rata-rata (mean) perusahaan sampel yang diambil oleh peneliti memiliki rasio perputaran total aset (AC1) yang tinggi yaitu sebesar 0.9595 atau sebesar 95.95%. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan telah baik dalam mengelola asetnya sehingga menghasilkan penjualan yang signifikan. Dan hal tersebut mengindikasikan bahwa biaya keagenan yang dikeluarkan oleh perusahaan efisien. Dilihat dari standar deviasinya yang sebesar 0.7815 (di bawah mean 0.9595) dapat disimpulkan bahwa rasio perputaran total aset pada perusahaan sampel tidak bervariasi. Hal tersebut juga mengindikasikan bahwa biaya keagenan dalam perusahaan sampel beragam. Variabel ini memiliki nilai maksimum sebesar 4.1830 dan nilai minimum 0.0017.

Proksi yang kedua adalah dengan melihat interaksi antara arus kas bebas dan prospek pertumbuhan (AC2). Perusahaan sampel memiliki rata-rata sebesar 0.0500 dan standar deviasi sebesar 0.0903. Hal ini mengindikasikan bahwa rata-rata perusahaan di Indonesia yang masuk kedalam sampel memiliki prospek

pertumbuhan yang tinggi, dengan kata lain biaya keagenan rendah karena kas bebas yang ada digunakan untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang menguntungkan sehingga tidak ada kesempatan bagi manajer untuk bertindak oportunistik terhadap kas bebas yang ada. Dilihat dari standar deviasi sebesar 0.0903 (di atas mean 0.0500) maka dapat disimpulkan perusahaan sampel memiliki variasi yang beragam. Variabel ini memiliki nilai maksimum dan minimum sebesar 0.6277 dan 0.0000.

Untuk variabel kepemilikan institusional (INSTOWN) rata-rata perusahaan sampel sebesar 0.3062 atau 30.62% yang mengindikasikan bahwa dalam perusahaan sampel memiliki 30.62% saham yang dimiliki oleh institusi. Variabel ini memiliki standar deviasi sebesar 0.2211 yang menunjukkan besarnya kepemilikan institusional dalam setiap perusahaan bervariasi. Nilai maksimum dan minimum dari variabel ini adalah 0.8946 dan 0.0334. Untuk variabel penggunaan hutang (DER) dilihat bahwa rata-rata penggunaan hutang adalah 1.2878 atau sebesar 128,78%, artinya perbandingan penggunaan hutang terhadap pendanaan perusahaan sampel secara keseluruhan adalah 1,28 kali lebih besar dari pendanaan yang dilakukan dengan penerbitan saham dan *retained earning*. Standar deviasi untuk variabel ini adalah sebesar 0.9698 dan memiliki nilai maksimum sebesar 4.2510 dan nilai minimum sebesar 0.0271. Ukuran perusahaan (FIRMSIZE) yang dihitung berdasarkan total aset perusahaan menghasilkan rata-rata aset perusahaan sampel sebesar 3 trilyun rupiah dan memiliki nilai maksimum dan minimum sebesar 40 trilyun rupiah dan 15 milyar rupiah. Rata umur perusahaan (FIRMAGE) perusahaan sampel adalah 28.9 tahun dengan umur maksimum 54 tahun dan umur minimum 5 tahun.

4.2 Uji Asumsi Klasik Multikolinearitas

Uji multikolinearitas ditujukan untuk melihat apakah ada hubungan linear antar variabel independen. Multikolinearitas dapat menyebabkan model bias, *standard error* besar sehingga uji hipotesis kurang akurat, R^2 tinggi ($>0,8$) namun t-stat banyak yang tidak signifikan. Berikut adalah matriks korelasi pada dua proksi biaya keagenan untuk melihat ada tidaknya multikolinearitas.

Tabel 4.2 matriks korelasi antar variabel independen

	INSTOWN	DER	FIRMSIZE	FIRMAGE
INSTOWN	1.000000	-0.006668	-0.051386	0.076241
DER	-0.006668	1.000000	0.070796	-0.061757
FIRMSIZE	-0.051386	0.070796	1.000000	-0.055989
FIRMAGE	0.076241	-0.061757	-0.055989	1.000000

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa tidak ada variabel yang memiliki koefisien korelasi lebih dari 0,80. Kesimpulannya adalah bahwa korelasi antar variabel masih berada pada batas toleransi sehingga dapat dikatakan tidak ada multikolinearitas.

4.3 Uji Chow dan Uji Hausman

Untuk model 1, dimana variabel dependen dihitung berdasarkan rasio *total asset turnover*, perlu dilakukan pengujian model mana yang sebaiknya digunakan antara model *pooled least squared*, *fixed effect* dan *random effect*. Langkah pertama adalah menentukan model mana yang akan digunakan antara *pooled least squared* dan *fixed effect* dengan menggunakan uji Chow. Probabilitas Chi-squared dibawah 0,05 menunjukkan model yang dipakai adalah model *fixed effect*. hasil uji Chow dengan menggunakan program *EIEWS 6.1* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.3 Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Period F	3.692758	-2,338	0.0259
Period Chi-square	7.478906	2	0.0238

Hasil Chi-squared 0,0238 menunjukkan bahwa model penelitian menggunakan *fixed effect*. Langkah selanjutnya adalah menentukan model mana yang akan digunakan antara *fixed effect* dan *random effect* dengan menggunakan uji Hausman. Probabilitas chi-squared dibawah 0,05 menunjukan model yang

digunakan adalah *fixed effect*. Berikut adalah hasil uji Hausman dengan menggunakan program *EVIIEWS 6.1*:

Tabel 4.4 Uji Hausman

Chi-Squared Statistic	9.117855
Probability Chi-Squared	0.1045

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai probabilitas Chi-Squared diatas 5%, dimana model yang digunakan adalah *random effect*.

4.4 Analisis hasil penelitian

Berikut adalah hasil regresi model 1 dengan metode *random effect* dan model 2 dengan metode regresi tobit.

Tabel 4.5 Hasil Regresi Model 1 dan Model 2

$$AC\ 1 = \alpha_0 + \beta_1 INSTit + \beta_2 DERit + \beta_3 FIRMSIZEit + \beta_4 FIRMAGEit$$

$$AC\ 2 = \alpha_0 + \beta_1 INSTit + \beta_2 DERit + \beta_3 FIRMSIZEit + \beta_4 FIRMAGEit$$

Variable	AC1			AC2		
	Prediksi	Coefficient	Prob.	Prediksi	Coefficient	Prob.
C	+/-	3.76254	0	+/-	0.55429	0.0064
INSTOWN	+/-	0.07979	0.0213	+/-	-0.0548	0.0344
DER	+/-	-0.14244	0.0029	+/-	-0.0017	0.0079
FIRMSIZE	+	-0.2728	0.0002	-	-0.0455	0.0066
FIRMAGE	+	0.00844	0.0429	-	-0.0007	0.0566
Adjusted R-squared		0.07828				
Prob(F-statistic)		0.00001				
Prob Chi Square					0.0422	

INSTOWN=prosentase kepemilikan institusional, DER=penggunaan hutang, FIRMSIZE=ukuran perusahaan, FIRMAGE=Umur perusahaan

*keterangan : signifikan pada $\alpha = 5\%$

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R²* untuk model 1 (AC1) adalah 0.078275 yang artinya variabel bebas hanya mampu menjelaskan variabel dependennya sebesar 7,82%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak masuk kedalam model. Dalam uji F nilai probabilitas f-statistik adalah 0.000010 atau lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ maka variabel independen kepemilikan institusional dan penggunaan hutang dalam model 1 secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *total asset turnover ratio*. Pada model 2, yaitu biaya keagenan yang diproksikan dengan interaksi antara arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan, hasil probabilitas chi-squared 0.0422 atau dibawah 0,05, hal tersebut menunjukkan bahwa secara keseluruhan, kedua variabel bebas berpengaruh terhadap variabel dependen. Hasil uji-t untuk kedua model adalah sebagai berikut:

a. Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap biaya keagenan

Tabel 4.5 menyajikan hasil regresi model 1 dan model 2, yaitu biaya keagenan yang di proksikan dengan rasio perputaran total aset dan interaksi antara arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan. Dalam penelitian ini hipotesis yang dibuat adalah bersifat *two tail* dimana tidak menentukan arah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Nilai koefisien INSTOWN pada model 1 (AC1) adalah 0.079788. Dimana untuk setiap kenaikan proporsi kepemilikan institusional sebesar 1% maka biaya keagenan yang diproksikan dengan rasio perputaran total aset akan turun sebesar 7,79%. Kita juga melihat nilai dari prob t-stat yang menunjukkan nilai 0.0213. dimana nilai tersebut menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh signifikan positif terhadap biaya keagenan. Dimana menurut McKnight dan Weir (2009), koefisien positif menunjukkan biaya keagenan yang rendah.

Dalam tabel 4.5 juga dapat dilihat bahwa variabel INSTOWN pada model 2 (AC2) memiliki koefisien negatif -0.054792 dan probabilitas z-statistik 0.0344. Nilai tersebut menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya keagenan. Dimana menurut McKnight dan Weir (2009), koefisien negatif menunjukkan biaya keagenan yang rendah.

Kedua hasil regresi tersebut berbeda dengan hasil penelitian McKnight dan Weir (2009); Singh dan Davidson (2003); dan Purnami (2011) namun serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Curtchley (1999); Haryono (2005); Huzaimah (2004); Tampubolon (2011); Amarani (2009); dan Fama dan Jensen (1983) yang menyatakan bahwa keberadaan investor institusional mampu mengurangi biaya keagenan lewat mekanisme *monitoring*. Investor institusional biasanya memiliki prosentase kepemilikan yang besar sehingga mereka akan berusaha melindungi aset mereka didalam perusahaan dengan cara mengawasi kinerja manajemen agar bertindak sesuai dengan kepentingan mereka dan pemegang saham yang lain.

b. Penggunaan hutang berpengaruh terhadap biaya keagenan

Pada model 1, dapat dilihat bahwa koefisien dari variabel DER adalah 0.1424 dan nilai probabilitas t-stat adalah 0.0029. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa hutang berpengaruh signifikan positif terhadap biaya keagenan. Hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan hutang sebesar 1% maka rasio perputaran aset naik secara signifikan sebesar 14.24%. Angka tersebut menunjukkan bahwa kenaikan penggunaan hutang dapat meningkatkan kinerja manajer dalam usahanya meningkatkan penjualan.

Variabel DER pada model 2 memiliki koefisien -0.001701 dan probabilitas z-statistik 0.0079. Koefisien negatif menunjukkan bahwa dengan meningkatnya penggunaan hutang maka akan mengurangi biaya keagenan dan hasil z-stat menunjukkan bahwa antara interaksi FCF dan prospek pertumbuhan dengan biaya keagenan berpengaruh secara signifikan (McKnight dan Weir, 2009).

Kedua hasil tersebut sesuai dengan penelitian McKnight dan Weir (2009) yang menyatakan bahwa penggunaan hutang akan mengurangi biaya keagenan karena akan ada pengawasan dari kreditur. Putra dan Ratnadi (1999); Shleifer dan Vishny (1997); dan Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang maka akan mengurangi kas bebas karena digunakan untuk pembayaran bunga dan pokok hutang saat jatuh tempo sehingga mengurangi kemungkinan terjadinya tindakan oportunistik manajemen. Selain itu akan meningkatkan kinerja

manajemen agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan. Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1986) yang menyatakan bahwa hutang akan meningkatkan *agency cost of debt* dan Purnami (2011) yang menyatakan hutang tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan.

c. Ukuran dan umur perusahaan berpengaruh terhadap biaya keagenan

Dapat dilihat dalam tabel 4.5 bahwa ukuran perusahaan (FIRMSIZE) dalam model 1, yang direpresentasikan dengan log natural total aset ini menghasilkan koefisien -0.272790 dan t-stat 0.0002. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan negatif dengan rasio perputaran aset, atau dengan kata lain, semakin besar perusahaan maka biaya keagenan semakin meningkat. Hal ini mungkin disebabkan karena potensi terjadinya konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham lebih besar kemungkinannya terjadi pada perusahaan-perusahaan yang besar, yang memiliki aset yang besar dan kompleksitas yang tinggi sehingga biaya keagenan yang dikeluarkan pada perusahaan dengan skala besar akan besar juga. (Doukas, 2000 dalam Tobing, 2009). Hasil ini sesuai dengan hipotesis variabel kontrol ukuran perusahaan diawal.

Untuk ukuran perusahaan (FIRMSIZE) pada model 2, yang direpresentasikan dengan log natural total aset ini menghasilkan koefisien -0.045498 dan z-stat 0.0066. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap interaksi antara kas bebas dengan prospek pertumbuhan. Semakin besar perusahaan maka biaya keagenan akan menurun. Hal ini disebabkan karena semakin besar perusahaan maka semakin besar pula upaya-upaya pihak yang berkepentingan dalam perusahaan, khususnya para pemegang saham, berusaha melindungi asetnya dengan berbagai cara, dengan demikian manajemen perusahaan pun akan memiliki sedikit kemungkinan melakukan tindakan oportunistik sehingga biaya keagenan akan berkurang Fachrudin (2011). Hasil ini berbeda dengan hipotesis penulis terhadap variabel kontrol ukuran perusahaan diawal.

Variabel kontrol umur perusahaan (FIRMAGE) pada model 1, menghasilkan koefisien 0.008438 dan t-stat 0.0429. yang berarti bahwa umur

perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap biaya keagenan. Sedangkan untuk model 2, menghasilkan koefisien negatif -0.000671 dan z-stat 0.0566 , yang berarti bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap biaya keagenan. Dari hasil kedua model dapat disimpulkan bahwa semakin tua umur perusahaan maka biaya keagenan semakin rendah. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis awal penelitian Tobing (2009). Namun Tobing (2009) juga menghasilkan hasil yang sama dengan penelitian ini. Tobing (2009) menyatakan bahwa semakin tua perusahaan maka budaya organisasi dan pengelolaan perusahaan semakin matang dan lebih mungkin mengatasi masalah agensi yang ada.



BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melihat apakah ada pengaruh dari kepemilikan institusional dan penggunaan hutang terhadap biaya keagenan yang diukur dengan dua proksi, yang pertama menggunakan rasio perputaran total aset dan yang kedua menggunakan hasil interaksi antara arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan. Perusahaan yang diambil adalah perusahaan publik yang terdaftar di BEI yang merupakan perusahaan non-keuangan.

Pemegang saham institusional terbukti dapat menurunkan biaya keagenan yang diukur dengan dua proksi biaya keagenan dalam penelitian ini yaitu rasio perputaran total aset dan interaksi antara arus kas bebas dengan prospek pertumbuhan. Keberadaan pemegang saham institusional dapat meningkatkan kinerja manajemen lewat mekanisme *monitoring* dan dapat mencegah tindakan oportunistik manajemen. Hasil ini bertentangan dengan jurnal McKnight dan Weir (2009) yang menjadi jurnal acuan dalam penelitian ini.

Untuk penggunaan hutang, hasil dari kedua proksi biaya keagenan menunjukkan hasil yang sama, yaitu hutang akan mengurangi biaya keagenan yang artinya bahwa penggunaan hutang memiliki pengaruh positif dalam mengurangi biaya keagenan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Mcknight dan Weir (2009). Hutang akan membuat pihak kreditur melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen dan mengurangi arus kas dalam perusahaan sehingga mencegah manajemen bertindak oportunistik.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, antara lain:

1. Penelitian ini masih terbatas pada 3 tahun pengamatan yaitu dari tahun 2008 sampai tahun 2010.
2. Variabel-variabel independen yang digunakan hanya dua, yaitu kepemilikan institusional dan penggunaan hutang.
3. Konflik keagenan sebatas konflik antara prinsipal dan agen.
4. Perusahaan yang diamati hanya terbatas pada perusahaan publik non-keuangan.

5.3 Saran

a. Bagi penelitian selanjutnya:

- Menambah jumlah tahun pengamatan agar hasil penelitian menjadi lebih baik.
- Menambah referensi jurnal atau sumber lainnya lebih sehingga dapat menambah jumlah variabel independen yang dapat menjelaskan variabel dependen yang berhubungan dengan biaya keagenan.
- Mengangkat topik konflik keagenan yang lain seperti konflik antara suplier dan manajemen dan memperdalam penelitian tentang konflik antar kreditur dan pemegang saham.
- Melakukan pengamatan untuk perusahaan non publik, perusahaan keuangan, yayasan, koperasi, dan perusahaan milik negara.

b. Bagi investor

Penelitian ini dapat digunakan oleh investor dalam melakukan analisis terhadap struktur kepemilikan saham dan penggunaan hutang dalam perusahaan. Dan investor mendapat pengetahuan bahwa ada konflik antara manajer dan pemegang saham yang melibatkan sejumlah biaya dan kesejahteraan pemegang saham. Dengan mengetahui informasi yang disampaikan dalam penelitian ini calon-calon investor dapat terhindar dari kerugian.

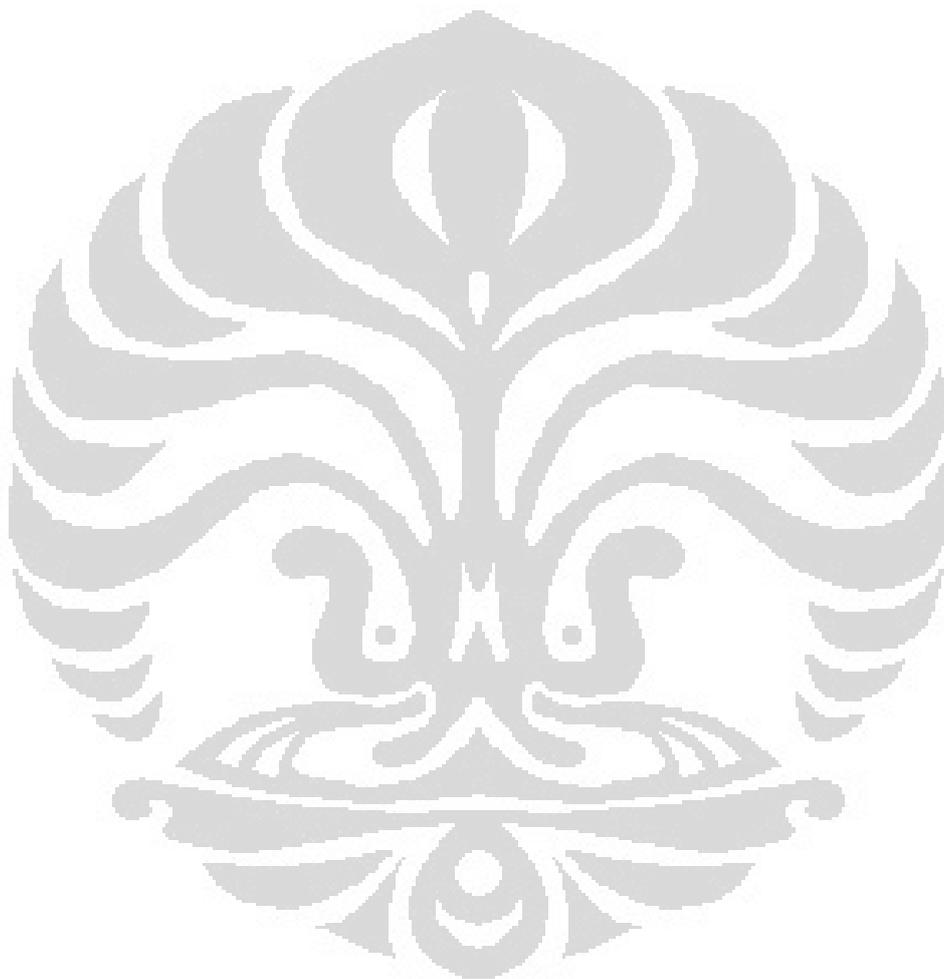
c. Bagi pemegang saham dan manajemen

Bagi pemegang saham dan manajemen penelitian ini dapat berguna sebagai bahan pertimbangan dalam membentuk struktur kepemilikan dalam perusahaan dan mencermati dengan seksama efek dari struktur kepemilikan institusional dalam perusahaan, jangan sampai keberadaan pemegang saham institusional menjadi boomerang untuk pemegang saham yang lainnya dan sebagai bahan pertimbangan dan pengetahuan tentang bagaimana mengatasi masalah keagenan atau bagaimana menghadapi ketidakpastian situasi yang dapat mengakibatkan munculnya tindakan oportunistik manajemen. Bagi manajemen penelitian ini berguna dalam membentuk sumber pendanaan dalam perusahaan dan mempertimbangkan penggunaan hutang agar tidak sampai membuat rugi perusahaan karena

konflik-koflik yang mungkin ditimbulkan dari penggunaan hutang tersebut.

d. Bagi masyarakat

Untuk masyarakat, informasi yang disampaikan dalam penelitian ini dapat menjadi bahan pembelajaran atau pengetahuan mengenai konflik keagenan dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.



DAFTAR REFERENSI

- Amarani, Ratridewi (2009), “Analisis Pengaruh Kepemilikan Keluarga, Kepemilikan Institusional, serta ukuran dan Komposisi dewan komisaris terhadap *Agency Cost*.”
- BEI (2012). Laporan Audit 2008. Jakarta: Bursa Efek Indonesia
- BEI (2012). Laporan Audit 2009. Jakarta: Bursa Efek Indonesia
- BEI (2012). Laporan Audit 2010. Jakarta: Bursa Efek Indonesia
- Crutchley, C.E. Jensen, M.R.H. Jahera, J.S, dan Raymond, J.E (1999), Agency Problem and the Simultaneity of Financial Decision making the Role of Institutional Ownership, *International Review of Financial Analysis* 8:2, pp 177-197
- Daftar nama, harga saham penutupan dan jenis perusahaan. www.duniainvestasi.com/bei/sectors. Diakses pada tanggal 4 Mei 2012
- Eisenhardt, K.M (1989), Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of management Review*, Vol.14, No. 1, pp 57-74
- Fachrudin, K.A (2011), Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost Terhadap Kinerja Perusahaan, jurnal akuntansi dan keuangan, vol. 13, no. 1, mei 2011: 37-46
- Fama, E.F dan Jensen M.C (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, pp 301-325
- Gujarati, D.N (2003), Basic Econometrics, fourth edition. United state: McGraw-Hill Company
- Haryono, Slamet (2005), Struktur kepemilikan dalam Bingkai teori keagenan, Jurnal akuntansi dan Bisnis, Vol. 5, pp 63-71
- Huzaimah, Fiska (2004), “Pengujian beberapa karakteristik spesifik perusahaan terhadap kebijakan utang dan dividen untuk meminimalkan *Agency Cost*.”
- Jensen, M.C (1986), Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, may 1986, vol. 76, No 2, pp. 323-329

- Jensen, C.M dan W.H. Meckling (1976), Theory of the Firm: managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* No. 3
- McKnight, P.J dan Weir, Charlie (2009), Agency Cost, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in large UK Publicly quoted companies: A Panel Data Analysis, *Journal of Economic and Finance* 49, pp 139-158
- Myers, S.C dan Majluf, N.S (1984), Corporate Financing and Investment Decision when Firms have information that Investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, pp 187-221
- Nachrowi, D. Nachrowi (2006). Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Pusat Data Ekonomi dan Bisnis (2012). Depok: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Rahayu, D.S (2005), Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial dan Instiusional pada Struktur Modal Perusahaan, *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, Vol.01, pp 181-197
- Sekaran, uma (2006), Metodologi Penelitian untuk bisnis, Edisi 4, Buku 1. Jakarta: Salemba 4
- Sekaran, uma (2006), Metodologi Penelitian untuk bisnis, Edisi 4, Buku 2. Jakarta: Salemba 4
- Setyaningrum, Dyah (2005), Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Peringkat Surat Utang di Indonesia, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol.2, No.2, pp 73-102
- Shleifer. A, dan Vishny, Robert (1997), A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, vol LII, No.2
- Shleifer. A, dan Vishny, Robert (1986), Large Shareholders and corporate Control, *Journal of political Economic*, vol. 94, no. 3
- Singh, Manohar dan Wallace N. Davidson III(2003), Agency Cost,Ownership Structure, and Corporate Governance Mechanisms, *Journal of Banking and Finance* 27, pp 793-816

- Tampubolon, Dewi T.F (2011), Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI: ditinjau dari perspektif biaya keagenan.”
- Tobing, Smita D.N (2009), “Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Biaya Keagenan.”
- Verbeek, Marno (2004). A Guide to Modern Econometrics. 2nd Edition. England: John Wiley & Sons Ltd
- Wahyudi, Untung (2006), Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening, Simposium Nasional Akuntansi, Padang, pp 23-26
- Winarno, Wing Wahyu (2007). Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews. Yogyakarta: YKPN
- Wulandari, Kartika (2011), “Pengujian *Pecking Theory*, *statistic trade off*, dan *agency cost theory*, terhadap struktur modal perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI dan *SGX mainboard* periode tahun 2005-2009.”

LAMPIRAN 1

DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL

No	KODE	NAMA PERUSAHAAN
1	SMCB	Holcim Indonesia
2	INTP	indocement tunggal prakasa
3	SMGR	Semen Gresik
4	ARNA	arwana citramulia
5	ALKA	alakasa industrindo
6	ALMI	Alumindo Light Metal Industry
7	BTON	Betonjaya Manunggal
8	CTBN	citra tubindo
9	GDST	Gunawan Dianjaya Steel
10	INAI	Indal Aluminium Industry
11	JPRS	Jaya Pari Steel
12	LION	Lion metal works
13	LMSH	Lionmesh Prima
14	PICO	Pelangi indah canindo
15	NIKL	Pelat timah nusantara
16	BRPT	Barito Pacific
17	ETWA	Eterindo wahanatama
18	SRSN	Indo acidatama
19	SOBI	Sorini Agro Asia Corporindo
20	UNIC	unggul Indah Cahaya
21	AKPI	Argha Karya Prima Industry
22	SIAP	Sekawan Intipratama
23	TRST	Trias Sentosa
24	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia
25	JPFA	Japfa Comfeed Indonesia
26	MAIN	Malindo Feedmill
27	TIRT	Tirta Mahakam Resources
28	SPMA	Suparma
29	ADES	Akasha Wira International
30	CEKA	Cahaya Kalbar
31	DAVO	Davomas Abadi
32	ROTI	Nippon Indosari Corpindo
33	PSDN	Prasidha Aneka Niaga
34	SKLT	Sekar Laut
35	GGRM	Gudang Garam
36	MART	Mustika Ratu
37	LMPI	Langgeng Makmur Industri
38	KICI	Kedaung Indah Can
39	KDSI	Kedawung Setia Industrial
40	MERK	Merck
41	GJTL	Gajah Tunggal
42	LPIN	Multi Prima Sejahtera

43	MASA	Multistrada Arah Sarana
44	INDS	Indospring
45	BIMA	Primarindo Asia Infrastructure
46	PRAS	Prima alloy steel universal
47	SIMM	Surya Intrindo Makmur
48	JECC	Jembo Cable Company
49	KBLM	Kabelindo Murni
50	KBLI	KMI Wire & Cable
51	VOKS	Voksel Electric
52	PTSN	Sat Nusapersada
53	ESTI	Ever Shine Tex
54	ERTX	Eratex Djaja
55	ARGO	Argo Pantes
56	ADMG	Polychem Indonesia
57	UNIT	Nusantara Inti Corpora
58	POLY	Asia Pacific Fibers
59	HDTX	Panasia Indosyntec
60	INDR	Indo-Rama Synthetics
61	SSTM	Sunson Textile Manufacture
62	RICY	Ricky Putra Globalindo
63	MYTX	Apac Citra Centertex
64	KARW	Karwell Indonesia
65	LSIP	PP London Sumatra Indonesia
66	BWPT	BW Plantation
67	SIMP	Salim Ivomas Pratama
68	GZCO	Gozco Plantations
69	UNSP	Bakrie Sumatra Plantations
70	CPRO	Central Proteinaprima
71	IIKP	Inti Agri Resources
72	ADRO	Adaro Energy
73	BYAN	Bayan Resources
74	BUMI	Bumi resource
75	DEWA	Darma Henwa
76	DOID	Delta Dunia Makmur
77	KKGI	Resource Alam Indonesia
78	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam
79	RUIS	Radiant Utama Interinsco
80	CTTH	Citatah
81	MITI	Mitra Investindo
82	LAPD	Leyand International
83	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada
84	META	Nusantara Infrastructure
85	TBIG	Tower Bersama Infrastructure
86	TRUB	Truba Alam Manunggal Engineering
87	INVS	Inovisi Infracom
88	TLKM	Telekomunikasi Indonesia

89	EXCL	XL Axiata
90	HITS	Humpuss Intermoda Transportasi
91	PTIS	Indo Straits
92	MIRA	Mitra International Resources
93	RIGS	Rig Tenders Indonesia
94	SAFE	Steady Safe
95	TRAM	Trada Maritime
96	OKAS	Ancora Indonesia Resources
97	ASIA	Asia Natural Resources
98	BMSR	Bintang Mitra Semestaraya
99	CLPI	Colorpak Indonesia
100	KARK	Dayaindo Resources International
101	EPMT	Enseval Putera Megatrading
102	INTD	Inter Delta
103	INTA	Intraco Penta
104	ITTG	Leo Investments
105	SDPC	Millennium Pharmacon International
106	MICE	Multi Indocitra
107	KONI	Perdana Bangun Pusaka
108	SQMI	Renuka Coalindo
109	TGKA	Tigaraksa Satria
110	TIRA	Tira Austenite
111	TRIL	Triwira Insanlestari
112	WAPO	Wahana Phonix Mandiri
113	WICO	Wicaksana Overseas International
114	ACES	Ace Hardware Indonesia
115	KOIN	Kokoh Inti Arebama
116	MAPI	Mitra Adiperkasa
117	SKYB	Skybee
118	SONA	Sona Topas Tourism Industry
119	TKGA	Toko Gunung Agung
120	TRIO	Trikonsel Oke
121	FAST	Fast Food Indonesia
122	PGLI	Pembangunan Graha Lestari Indah
123	PTSP	Pioneerindo Gourmet International
124	PLIN	Plaza Indonesia Realty
125	PNSE	Pudjiadi & Sons
126	PUDP	Pudjiadi Prestige
127	PSKT	Pusako Tarinka
128	BAYU	Bayu Buana
129	GMCW	Grahamas Citrawisata
130	HOME	Hotel Mandarin Regency
131	ICON	Island Concepts Indonesia
132	JSPT	Jakarta Setiabudi Internasional
133	JTPE	Indosiar Karya Media
134	ABBA	Jasuindo Tiga Perkasa

135	MNCN	Mahaka Media
136	LMAS	Media Nusantara Citra
137	MTDL	Limas Centric Indonesia
138	MYOH	Metrodata Electronics
139	BNBR	Myoh Technology
140	BRMS	Bakrie & Brothers
141	BMTR	Bumi Resources Minerals
142	MLPL	Global Mediacom
143	POOL	Multipolar
144	BCIP	Pool Advista Indonesia
145	BCIP	Bumi Citra Permai
146	BSDE	Bumi Serpong Damai
147	CTRA	Ciputra Development
148	DART	Duta Anggada Realty
149	FMII	Fortune Mate Indonesia
150	OMRE	Indonesia Prima Property
151	DILD	Intiland Development
152	LCGP	Laguna Cipta Griya
153	LPCK	Lippo Cikarang
154	LPKR	Lippo Karawaci
155	MTLA	Metropolitan Land
156	MDLN	Modernland Realty
157	PWSI	Panca Wiratama Sakti
158	GPRA	Perdana Gapuraprima
159	RDTX	Roda Vivatex
160	BKSL	Sentul City
161	SMRA	Summarecon Agung
162	SMDM	Suryamas Dutamakmur
163	ADHI	Adhi Karya
164	JKON	Jaya Konstruksi Manggala Pratama
165	SSIA	Surya Semesta Internusa

LAMPIRAN 2

STATISTIK DESKRIPTIF

	INTER	TATO	INSTOWN	DER	AGE	ASSET
Mean	0.050032	0.959506	0.306210	1.287824	28.96711	3011184.
Median	0.000000	0.796871	0.238200	0.983013	29.00000	785474.2
Maximum	0.627684	4.183025	0.894600	4.251017	54.00000	40600921
Minimum	0.000000	0.001652	0.033400	0.027063	5.000000	15414.80
Std. Dev.	0.090287	0.781524	0.221076	0.969751	11.08945	5461984.
Skewness	2.666707	1.198006	0.855998	0.909154	-0.09039	3.412761
Kurtosis	11.62322	4.216878	2.600763	3.073717	2.213011	17.23278
Jarque-Bera	1302.200	91.47448	39.14403	41.94789	8.259083	3156.023
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.016090	0.000000
Sum	15.20975	291.6897	93.08770	391.4986	8806.000	9.15E+08
Sum Sq. Dev.	2.469988	185.0662	14.80895	284.9466	37261.67	9.04E+15
Observations	304	304	304	304	304	304

UJI MULTIKOLINEARITAS

	INSTOWN	DER	LNASSET	AGE	ASSET
INSTOWN	1				
DER	-0.00667	1			
LNASSET	-0.05139	0.070796	1		
AGE	0.076241	-0.06176	-0.05599	1	
ASSET	-0.0462	0.011354	-0.07646	0.05498	1

UJI CHOW

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Period F	3.692758	-2,338	0.0259
Period Chi-square	7.478906	2	0.0238

UJI HAUSMAN

Chi-Squared Statistic	9.117855
Probability Chi-Squared	0.1045

LOG LIKELIHOOD RATIO TEST

Redundant Variables: INSTOWN DER LNASSET AGE

Log likelihood ratio	8.958196	Prob. Chi-Square	0.0422
----------------------	----------	------------------	--------

Test Equation:

Dependent Variable: INTER

Method: ML - Censored Normal (TOBIT) (Quadratic hill climbing)

Date: 07/16/12 Time: 20:48

Sample: 2008 2010

Included observations: 306

Left censoring (value) at zero

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.026893	0.012161	-2.211474	0.0270

Error Distribution

SCALE:C(6)	0.000000	0.010881	0.000000	1.0000
------------	----------	----------	----------	--------

Mean dependent var	0.049983	S.D. dependent var	0.090059
S.E. of regression	0.090237	Akaike info criterion	0.343398
Sum squared resid	2.475386	Schwarz criterion	0.367736
Log likelihood	-50.53997	Hannan-Quinn criter.	0.353132
Avg. log likelihood	-0.165163		

Left censored obs	168	Right censored obs	0
Uncensored obs	138	Total obs	306

HASIL REGRESI RANDOM EFFECT

Dependent Variable: TATO
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 07/16/12 Time: 20:35
 Sample: 2008 2010
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 161
 Total panel (unbalanced) observations: 304
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.762540	0.883279	4.259741	0.0000
INSTOWN	0.079788	0.207825	0.383919	0.0213
DER	0.142444	0.047428	3.003379	0.0029
LNASSET	-0.272790	0.072545	-3.760278	0.0002
AGE	0.008438	0.004149	2.033520	0.0429

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.000000	0.0000
Idiosyncratic random		0.797084	1.0000

Weighted Statistics			
R-squared	0.095243	Mean dependent var	0.959506
Adjusted R-squared	0.078275	S.D. dependent var	0.781524
S.E. of regression	0.750314	Sum squared resid	168.3283
F-statistic	7.432835	Durbin-Watson stat	2.133821
Prob(F-statistic)	0.000010		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.090443	Mean dependent var	0.959506
Sum squared resid	168.3283	Durbin-Watson stat	2.133821

HASIL REGRESI TOBIT

Dependent Variable: INTER

Method: ML - Censored Normal (TOBIT) (Quadratic hill climbing)

Date: 07/16/12 Time: 20:44

Sample: 2008 2010

Included observations: 306

Left censoring (value) at zero

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.554292	0.203190	2.727942	0.0064
INSTOWN	-0.054792	0.047199	-1.160883	0.0344
DER	-0.001701	0.010767	-0.158003	0.0079
LNASSET	-0.045498	0.016747	-2.716849	0.0066
AGE	-0.000671	0.000944	-0.710165	0.0566
Error Distribution				
SCALE:C(6)	0.159781	0.010661	14.98684	0.0000
Mean dependent var	0.049983	S.D. dependent var		0.090059
S.E. of regression	0.089940	Akaike info criterion		0.340267
Sum squared resid	2.426784	Schwarz criterion		0.413279
Log likelihood	-46.06087	Hannan-Quinn criter.		0.369467
Avg. log likelihood	-0.150526			
Left censored obs	168	Right censored obs		0
Uncensored obs	138	Total obs		306