



UNIVERSITAS INDONESIA

PENGARUH PENGGUNAAN UTANG TERHADAP *AGENCY COST* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG MENGALAMI *FINANCIAL DISTRESS* DAN TIDAK MENGALAMI *FINANCIAL DISTRESS*

SKRIPSI

**DWI RACHMA NISITA
1006811721**

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

UNIVERSITAS INDONESIA

PENGARUH PENGGUNAAN UTANG TERHADAP *AGENCY COST* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG MENGALAMI *FINANCIAL DISTRESS* DAN TIDAK MENGALAMI *FINANCIAL DISTRESS*

SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana

**DWI RACHMA NISITA
1006811721**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI
DEPOK
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 : Dwi Rachma Nisita

NPM : 1006811721

Tanda Tangan

: 

Tanggal : 3 Juli 2012



LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :
Nama : Dwi Rachma Nisita
NPM : 1006811721
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Judul Skripsi Bahasa Indonesia : Pengaruh Penggunaan Utang terhadap *Agency Cost* pada Perusahaan Manufaktur yang Mengalami *Financial Distress* dan tidak Mengalami *Financial Distress*
Bahasa Inggris : The Effect of Debt to Agency Cost in Financial Distress and Nonfinancial Distress Manufacturing Companies

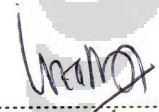
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

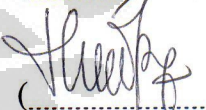
DEWAN PENGUJI

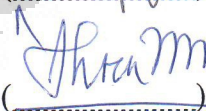
Pembimbing : Eliza Fatima M.E, CPA

Penguji : Vera Diyanti S.E, M.M

Penguji : Purwatiningsih S.E, Ak, MBA, DEA

()

()

()

Ditetapkan di : Depok
Tanggal : 3 Juli 2012

Ketua Program Ekstensi Akuntansi,

Sri Nurhayati, S.E,MM
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 : Dwi Rachma Nisita
NPM : 1006811721
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Departemen : Akuntansi
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Skripsi

demikian 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 :

PENGARUH PENGGUNAAN UTANG TERHADAP *AGENCY COST* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG MENGALAMI *FINANCIAL DISTRESS* DAN TIDAK MENGALAMI *FINANCIAL DISTRESS*

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


(Dwi Rachma Nisita)

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT karena berkat rahmat dan hidayahNya, penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengaruh Penggunaan Utang terhadap *Agency Cost* pada Perusahaan Manufaktur yang Mengalami *Financial Distress* dan Tidak Mengalami *Financial Distress*”. 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 :

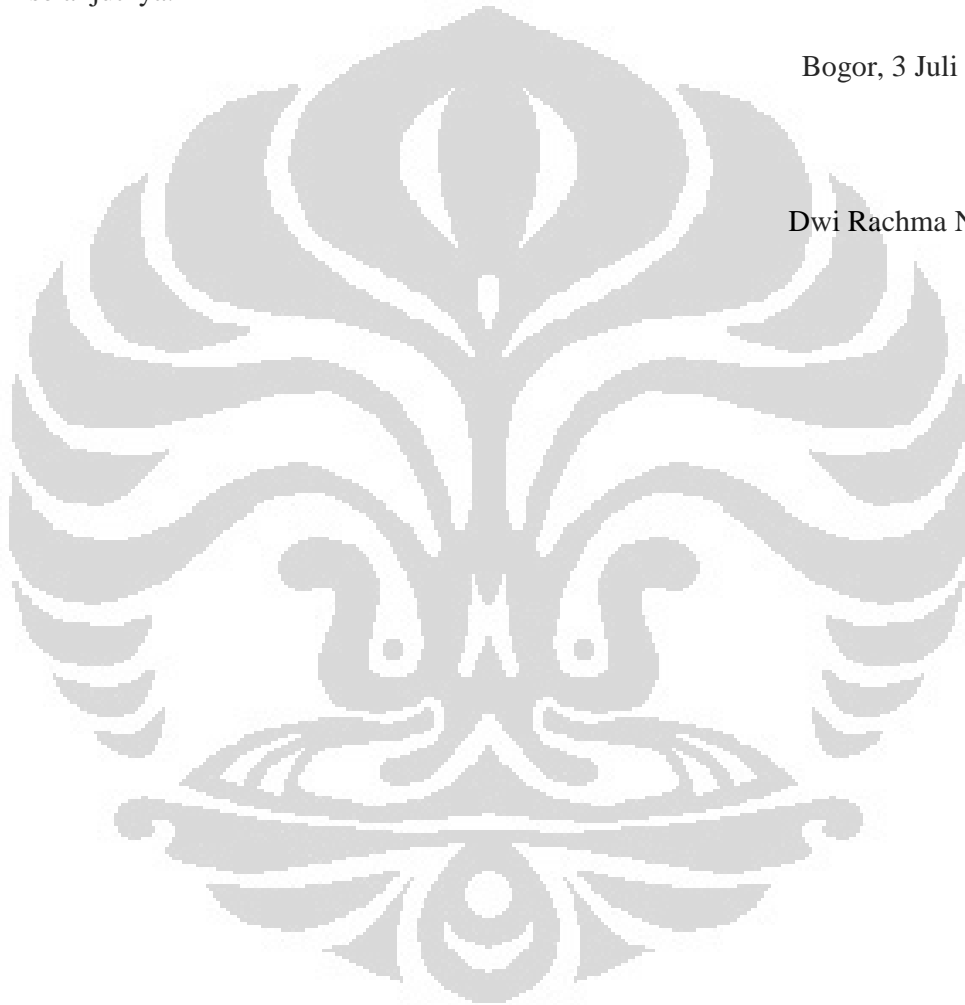
1. Ibu Eliza Fatima M.E, CPA selaku dosen pembimbing skripsi yang telah meluangkan waktu, tenaga, pikiran dan memberikan bimbingan serta pengarahan untuk penulis selama penyusunan skripsi ini.
2. Ibu Vera Diyanti S.E, M.M dan Ibu Purwatiningsih S.E, Ak, MBA, DEA yang memberikan masukan-masukan untuk menyempurnakan isi skripsi ini
3. Para dosen beserta staf pengajar yang telah membimbing, mengajar serta mendidik penulis selama menuntut ilmu di Program S1 Ekstensi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
4. Ayah, Ibu dan Mas Adit yang telah memberikan bantuan dukungan materil maupun moril. *I'm very blessed for having such a great great great family, the liano's we are rocks!! :D*
5. Sahabat dan rekan-rekan terdekat penulis Mami Afey, Anggi, Fitri, Feby, Apit, Fega, Aziz, Ina, Bunga dan Nia atas kebersamaan, dukungan, bantuan, doa dan susah senang bersama di ekstensi FEUI.
6. Yeyen buat bantuannya waktu masih bikin proposal skripsi, Diana buat semangat dan kata-kata bijak menghadapi skripsi, *it worked* dan itu benar-benar terjadi di skripsi gw.
7. Semua pelanggan Kocilta Shop yang sudah beli di *olshop* ini dan ikut doain supaya tenang ngadepin skripsi :D

8. Teman-teman seperjuangan di ekstensi FEUI yang tidak bisa disebutkan satu per satu
9. Dan semua pihak yang tidak bisa penulis sebutkan satu per satu.

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

Bogor, 3 Juli 2012

Dwi Rachma Nisita



ABSTRAK

Nama : Dwi Rachma Nisita
NPM : 1006811721
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Dosen Pembimbing : Eliza Fatima M.E, CPA
Judul : Pengaruh Penggunaan Utang terhadap *Agency Cost* pada Perusahaan Manufaktur yang Mengalami *Financial Distress* dan Tidak Mengalami *Financial Distress*

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 yang mengalami *financial distress* maupun yang tidak mengalami *financial distress*. *Agency cost* diukur dengan dua proksi yaitu pertama, rasio biaya penjualan dan administrasi terhadap penjualan dan kedua, interaksi antara jumlah *free cash flow* dan tingkat pertumbuhan perusahaan.

Jumlah sampel yang didapat adalah sebanyak 138 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh penggunaan utang terhadap *agency cost* antara perusahaan yang mengalami *financial distress* dan perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*. Namun kesimpulan ini hanya didapatkan dengan penggunaan proksi interaksi *free cash flow* dan tingkat pertumbuhan. Pada subsampel perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*, penggunaan utang terbukti dapat menurunkan *agency cost* dengan menggunakan rasio biaya penjualan sebagai proksinya. Pada subsampel perusahaan yang mengalami *financial distress*, tidak ditemukan bukti bahwa penggunaan utang berpengaruh terhadap *agency cost*.

Kata kunci : *agency cost*, struktur modal, *financial distress*

ABSTRACT

Name : Dwi Rachma Nisita
NPM : 1006811721
Studies Program : S1 Ekstensi Akuntansi
Lecturers : Eliza Fatima M.E, CPA
Title : The Effect of Debt to Agency Cost in Financial Distress
and Nonfinancial Distress Manufacturing Companies

This study aims to examine the effect of debt in capital structure to the agency cost of financial distress and nonfinancial distress companies. Agency cost is measured by two proxies: first, the ratio of selling and administrative expenses to sales, and second, the interaction between the amount of free cash flow and company growth rate.

138 manufacturing companies listed on the Stock Exchange in 2010 were used as samples. The results showed that there were differences in the effects of debt used to the agency cost between financial distress and nonfinancial distress companies. However, this finding was only obtained when I use interaction of free cash flow and growth rate as the proxy for agency cost. In the subsample of firms that do not experience financial distress, the use of debt is proven to reduce agency cost by using the ratio of selling and administrative expenses to sales as the proxy. There was no evidence that debt had a significant effect on agency cost in financial distress companies.

Keywords: agency cost, capital structure, financial distress

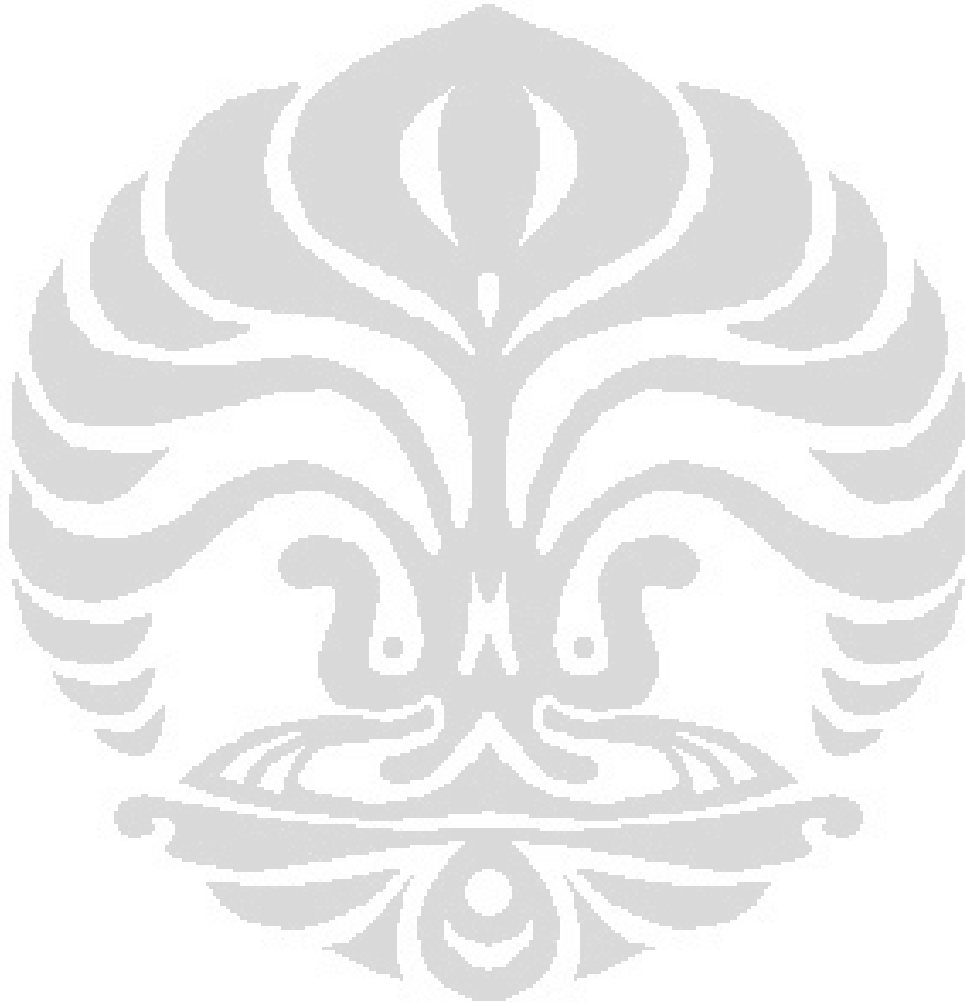
DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	iii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	v
KATA PENGANTAR	vi
ABSTRAK	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR TABEL.....	xiii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	7
1.3 Tujuan Penelitian	8
1.4 Manfaat Penelitian	9
1.5 Sistematika Penulisan	9
BAB 2 LANDASAN TEORI.....	11
2.1 Teori Keagenan	11
2.1.1 Definisi Teori Keagenan	11
2.1.2 <i>Agency Conflict</i>	12
2.1.3 <i>Agency Cost</i>	16
2.2 Struktur Modal	19
2.2.1 Teori Struktur Modal	19
2.2.2 <i>Financial Decision Making</i>	21
2.2.3 Rasio <i>Leverage</i>	22
2.2.3.1 Pengertian Rasio <i>Leverage</i>	22
2.2.3.2 Jenis-Jenis Rasio <i>Leverage</i>	23
2.3 <i>Financial Distress</i>	24
2.3.1 Definisi <i>Financial Distress</i>	24
2.3.2 Pengukuran <i>Financial Distress</i>	28
2.4 Penelitian Terdahulu.....	31
2.5 Perumusan Hipotesis.....	35
BAB 3 METODE PENELITIAN	39
3.1 Kerangka Penelitian.....	39
3.2 Operasionalisasi Variabel	40
3.2.1 Variabel Dependen.....	41
3.2.2 Variabel Independen	43
3.2.3 Variabel Kontrol	43
3.3 Populasi dan Sampel.....	46
3.4 Metode Pengumpulan Data	47
3.5 Metode Analisis Data.....	48
3.5.1 Uji Asumsi Klasik	49

3.5.2 Uji Hipotesis	52
BAB 4 ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN	54
4.1 Seleksi Sampel	54
4.2 Analisis Statistik Deskriptif	56
4.3 Uji Asumsi Klasik – Perusahaan Gabungan	61
4.3.1 Uji Normalitas	61
4.3.2 Uji Multikolinearitas	62
4.3.3 Uji Heteroskedastisitas	64
4.4 Uji Asumsi Klasik – Perusahaan <i>Non Financial Distress</i>	64
4.4.1 Uji Normalitas	64
4.4.2 Uji Multikolinearitas	65
4.4.3 Uji Heteroskedastisitas	66
4.5 Uji Asumsi Klasik – Perusahaan <i>Financial Distress</i>	67
4.5.1 Uji Normalitas	67
4.5.2 Uji Multikolinearitas	68
4.5.3 Uji Heteroskedastisitas	69
4.6 Analisis Hasil Penelitian	70
4.6.1 Hasil Penelitian pada Perusahaan Gabungan	70
4.6.2 Hasil Penelitian pada Perusahaan <i>Non Financial Distress</i>	76
4.6.3 Hasil Penelitian pada Perusahaan <i>Financial Distress</i>	82
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	87
5.1 Kesimpulan	87
5.2 Keterbatasan Penelitian	88
5.3 Saran	89
DAFTAR PUSTAKA	90
LAMPIRAN	94

DAFTAR GAMBAR

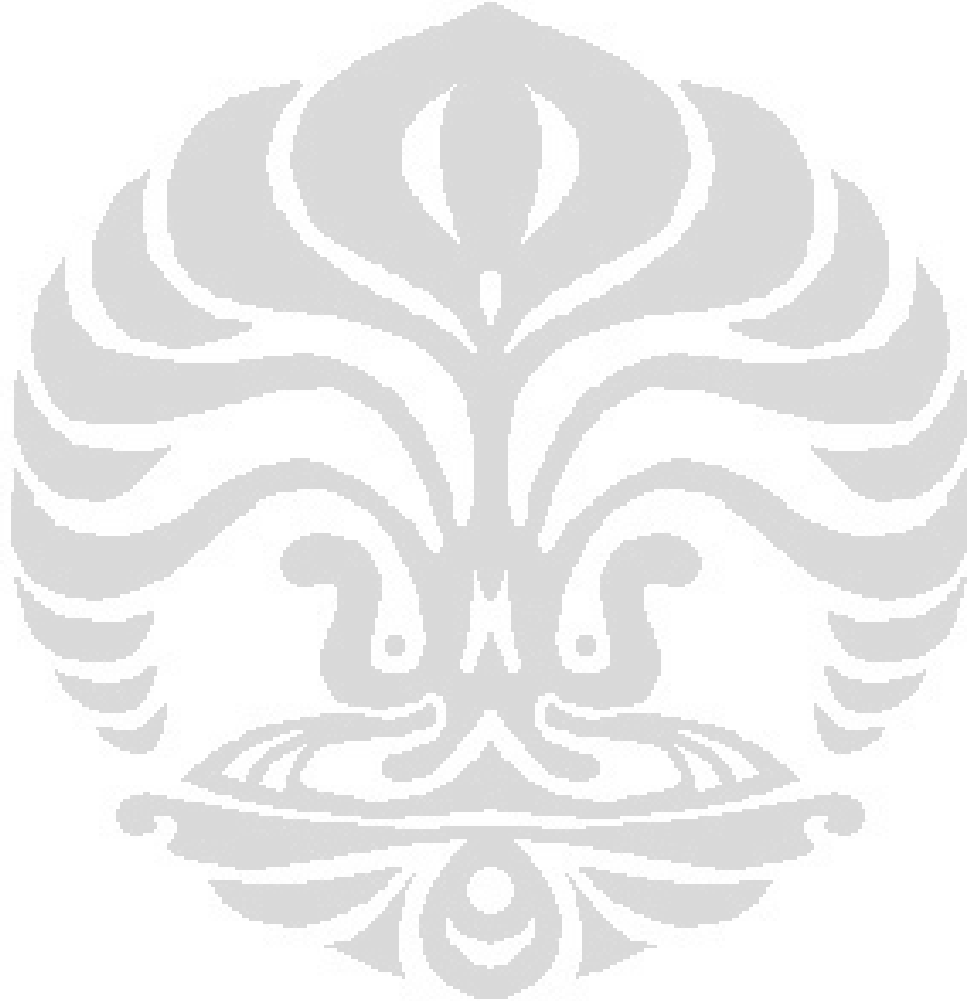
Gambar 3.1 Kerangka Penelitian40



DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	34
Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel	46
Tabel 4.1 Pemilihan Sampel	54
Tabel 4.2 Sebaran Industri	55
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Perusahaan Gabungan	56
Tabel 4.4 Statistik Deskriptif Perusahaan <i>Nonfinancial Distress</i>	58
Tabel 4.5 Statistik Deskriptif Perusahaan <i>Financial Distress</i>	60
Tabel 4.6 Uji Normalitas Perusahaan Gabungan.....	62
Tabel 4.7 Uji Multikolinearitas Perusahaan Gabungan.....	62
Tabel 4.8 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan Gabungan Model 1	64
Tabel 4.9 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan Gabungan Model 2	64
Tabel 4.10 Uji Normalitas Perusahaan <i>Nonfinancial Distress</i>	65
Tabel 4.11 Uji Multikolinearitas Perusahaan <i>Nonfinancial Distress</i>	65
Tabel 4.12 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan <i>Nonfinancial Distress</i> Model 1.....	67
Tabel 4.13 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan <i>Nonfinancial Distress</i> Model 2.....	67
Tabel 4.14 Uji Normalitas Perusahaan <i>Financial Distress</i>	67
Tabel 4.15 Uji Multikolinearitas Perusahaan <i>Financial Distress</i>	68
Tabel 4.16 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan <i>Financial Distress</i> Model 1	69
Tabel 4.17 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan <i>Financial Distress</i> Model 2	69
Tabel 4.18 Hasil Regresi Perusahaan Gabungan Model 1	70

Tabel 4.19 Hasil Regresi Perusahaan Gabungan Model 2	73
Tabel 4.20 Hasil Regresi Perusahaan <i>Nonfinancial Distress</i> Model 1.....	76
Tabel 4.21 Hasil Regresi Perusahaan <i>Nonfinancial Distress</i> Model 2.....	79
Tabel 4.22 Hasil Regresi Perusahaan <i>Financial Distress</i> Model 1	82
Tabel 4.23 Hasil Regresi Perusahaan <i>Financial Distress</i> Model 2	84



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dewasa ini, dalam menjalankan usahanya, perusahaan-perusahaan yang *go public* dikelola dengan memisahkan antara fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan perusahaan. Pemisahan fungsi tersebut membentuk suatu hubungan keagenan yaitu suatu hubungan antara pemilik perusahaan atau pemegang saham (prinsipal) dengan manajer perusahaan (agen). Jensen dan Meckling (1976) menggambarkan teori keagenan sebagai suatu hubungan perjanjian, yang disebut "*nexus of contract*", antara pihak pemberi wewenang (pemegang saham) dengan penerima wewenang (manajer) untuk melakukan beberapa jasa demi kepentingan pemegang saham. Berdasarkan perjanjian, prinsipal yang kemudian akan disebut sebagai pemegang saham akan mendelegasikan beberapa otoritas pengambilan keputusan kepada manajer sebagai agen.

Teori keagenan berasumsi bahwa setiap individu, baik pemegang saham maupun manajer perusahaan, bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Keduanya merupakan pihak yang ingin memaksimalkan keperluannya dan tidak ada alasan untuk percaya bahwa manajer sebagai agen akan selalu bertindak sesuai dengan kepentingan terbaik pemegang saham. Karena manajer terkadang memiliki tujuan lain yang menyimpang dari tujuan perusahaan yaitu tidak selalu meningkatkan kekayaan pemilik dan investor, melainkan lebih mementingkan untuk mensejahterakan diri sendiri. Perilaku para manajemen inilah yang menimbulkan terjadinya *agency conflict*.

Agency conflict menurut Jensen dan Meckling (1976) adalah akibat dari tidak seajarnya kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Menurut Jensen (1986), salah satu penyebab konflik antara manajer dan pemegang saham terjadi ketika perusahaan menghasilkan *free cash flow* dalam jumlah yang substantif. *Free cash flow* didefinisikan sebagai kelebihan arus kas, dari yang dibutuhkan untuk mendanai proyek-proyek yang memiliki NPV yang positif, dan tidak dibayarkan dalam bentuk dividen (Gul dan Tsui, 1998).

Tindakan eskropriasi atau menyimpang yang dilakukan oleh manajer terhadap pemegang saham terjadi karena manajer sebagai agen lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan dengan pemegang saham, yang kemudian dikenal dengan *asymmetric information*. Selain itu, berkurangnya keefektifan pemegang saham sebagai prinsipal dalam memonitor perilaku manajer akibat penyebaran kepemilikan (Pulungan, 2008). Dalam rangka mengawasi manajer untuk bekerja dan berperilaku sesuai dengan kepentingan pemegang saham dan mencegah adanya *moral hazard*, pemegang saham akan mengeluarkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Masalah keagenan merupakan masalah yang tak dapat diabaikan yang dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan. Dalam literatur *finance*, Jensen dan Meckling (1976) adalah yang pertama menghubungkan *agency cost* dengan utang dan struktur modal. Penggunaan utang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran perusahaan yang tidak penting dan memberi dorongan pada manajer untuk mengoperasikan perusahaan dengan lebih efisien. Selain itu, penambahan utang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi *agency cost* ekuitas. Jensen mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki kelebihan *cash flow* dan peluang pertumbuhan yang rendah akan menggunakan lebih banyak pembiayaan melalui utang (*debt financing*) untuk tujuan pengawasan (*monitoring*).

Jensen (1986) mengungkapkan adanya mekanisme pengendalian dari penggunaan utang. Mekanisme pengendalian yang dimaksud yaitu dengan penggunaan utang, meminta perusahaan melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pokok pinjaman, manajemen terikat dengan janji mereka untuk membayarkan arus kas masa depan. Selain itu dengan tingginya penggunaan utang, maka manajemen akan bekerja di bawah ancaman *financial distress* sehingga akan mendorong manajemen untuk bekerja lebih giat dan efisien untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang (Palepu, Healy & Bernard, 2004).

Hal serupa juga dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), bahwa efek dari penggunaan utang dalam struktur modal (*leverage*) pada total *agency*

cost tidaklah selalu *monotonic*. Artinya, ketika proporsi utang pada total modal meningkat melebihi level tertentu, kerugian justru akan semakin meningkat akibat nilai NPV yang negatif. Hal ini akan berdampak negatif bagi perusahaan, karena perusahaan dinilai tidak akan bisa membayar kewajiban utangnya, sehingga *financial distress* bahkan kebangkrutan bisa terjadi (Terje et.al. 2006).

Menurut Platt dan Platt (2002), *financial distress* didefinisikan sebagai tahap penurunan kondisi keuangan sebelum terjadinya kebangkrutan atau likuidasi. Namun, jika kondisi *financial distress* tidak dapat diatasi, maka kemungkinan terburuknya adalah perusahaan tersebut dinyatakan bangkrut atau pailit. Kebangkrutan sendiri adalah kesulitan likuiditas yang sangat parah sehingga perusahaan tidak mampu menjalankan operasinya dengan baik.

Kebijakan utang perusahaan telah dipandang sebagai mekanisme pengendalian internal yang mampu mengurangi *agency conflict* antara manajer dengan pemegang saham, secara khusus *agency cost* yang diprosikan dengan *free cash flow*. Peningkatan pendanaan dengan utang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen, 1986).

Permasalahan *agency conflict* terkait dengan keberadaan *agency cost* yang pada akhirnya mempengaruhi *financial decision making* telah menarik perhatian yang sangat besar dari para peneliti, terlebih semenjak penelitian Jensen dan Meckling (1976) serta Jensen (1986) yang menyatakan bahwa kebijakan utang mampu mengurangi *agency cost* yang terkait dengan *free cash flow*.

Salah satu penelitian tentang pengaruh struktur modal terhadap *agency cost* di Indonesia dilaksanakan oleh Fachrudin (2011) mengenai “Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan *Agency Cost* pada Kinerja Perusahaan”. Dari 42 perusahaan terdaftar di BEI tahun 2009 yang bergerak di industri dasar dan kimia, hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan positif struktur modal terhadap *agency cost*, artinya bahwa terdapat hubungan yang erat antara peningkatan utang dalam struktur modal perusahaan dengan meningkatnya *agency cost* pada perusahaan.

Hasil Fachrudin (2011) memperkuat penelitian Lin (2006), yaitu ketika kebijakan utang meningkatkan *agency cost*. Penelitian ini menunjukkan bahwa

jika hal-hal lain dianggap tetap, maka peningkatan utang sebesar 1% akan meningkatkan *agency cost* yang diproksikan oleh perbandingan *discretionary expense* dengan total penjualan bersih, sebesar 0,333%. Hal tersebut disebabkan karena beban bunga utang yang meningkat seiring dengan peningkatan utang.

Penelitian yang sama juga sebelumnya sudah dilakukan oleh Wu (2004) dan hasilnya serupa dengan penelitian oleh Fachrudin (2011) dan Lin (2006). Hasil penelitian Wu (2004) memperlihatkan adanya hubungan signifikan positif antara *leverage* dan *agency cost*.

Sementara, hasil yang berlawanan ditemukan oleh penelitian Kayakachoian (2001) yang menemukan bukti bahwa terdapat hubungan negatif antara rasio utang dengan *agency cost* yang diproksikan dengan *free cash flow*. Penelitian ini memberikan implikasi kepada pemegang saham dalam memberi pengertian bahwa utang dapat menurunkan *agency cost*. Pada saat *outstanding debt* tinggi, manajemen tidak dapat membuang-buang uang pada proyek yang memiliki NPV negatif. Saat manajemen menggunakan utang, pemegang saham akan menyadari bahwa akan sangat berisiko bagi manajemen jika tidak menghasilkan *profit*, karena manajemen akan kehilangan posisinya jika terjadi kebangkrutan.

Kemudian, Singh dan Davidson (2003) juga menunjukkan temuan yang menarik berkenaan dengan peran *leverage* yang berbeda terhadap *agency cost* di perusahaan besar dan perusahaan kecil. Ditemukan bahwa *leverage* hanya berhubungan negatif dengan *agency cost* di perusahaan besar. Hal ini dikarenakan intensitas pengawasan lebih ketat diberikan oleh *public bank* pada perusahaan yang besar. Selain itu, perpanjangan kontrak utang juga cenderung terjadi di perusahaan besar daripada perusahaan kecil. Ang, Cole dan Lin (1999) dalam Singh dan Davidson (2003) juga menyimpulkan semakin rendah *agency cost* bagi perusahaan dengan *leverage* yang semakin tinggi.

Penelitian Jensen dan Meckling (1976) dalam Cao (2006) juga menyatakan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal justru dapat mencegah pengeluaran yang tidak penting dan memberi dorongan bagi manajer untuk mengoperasikan perusahaannya dengan lebih efisien. Hasil ini diperkuat juga oleh Brigham dan Daves (2004) yang menyatakan bahwa penggunaan utang

yang tinggi dalam struktur modal dapat menimbulkan ancaman kebangkrutan sehingga mengurangi *agency cost*.

Hubungan negatif juga dihasilkan dalam penelitian mengenai pengaruh struktur modal terhadap *agency cost* oleh Zhang dan Li (2008). Penelitian Zhang dan Li (2008) bermula dari *agency cost hypothesis* yang diajukan oleh Grossman dan Hart (1982) serta Williams (1987) yang berpendapat bahwa rasio *leverage* yang tinggi akan menurunkan *agency cost* dan meningkatkan nilai perusahaan. Menurut Ang et. al (2000) dalam Zhang dan Li (2008) *leverage* yang tinggi juga akan menurunkan *agency cost* melalui mekanisme pengawasan oleh kreditur. Sehingga, hal ini akan mendorong manajemen untuk bertindak lebih sejalan dengan kepentingan pemegang saham.

Selanjutnya adalah penelitian yang dilakukan oleh McKnight dan Weir (2009) yang menyimpulkan bahwa penelitiannya sejalan dengan penelitian Jensen (1986), karena hasilnya membuktikan bahwa perusahaan dengan utang yang lebih banyak memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *agency cost*. Jensen dan Meckling (1976) dalam McKnight dan Weir (2009) mengatakan bahwa pengawasan ketat oleh kreditur atas perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi merupakan salah satu cara agar manajer tidak memiliki kesempatan untuk bertindak *perquisite*. Oleh karena itu, tingkat utang yang tinggi menurunkan *agency cost*.

Berdasarkan uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa penelitian terdahulu menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda, dimana tiga penelitian pertama memperlihatkan adanya hubungan positif antara rasio *leverage* dengan *agency cost*. Sementara itu, empat penelitian terakhir memperlihatkan adanya hubungan negatif antara rasio *leverage* dengan *agency cost*. Oleh karena itu penulis tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* pada perusahaan yang mengalami *financial distress* dan perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* sebagai perbandingannya.

Yang membedakan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah bahwa penelitian penulis mengembangkan salah satu hipotesis penelitian Fachrudin (2011) dengan membandingkan pengaruh struktur modal (*leverage*)

terhadap *agency cost* pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* dan yang mengalami *financial distress*. Selain itu, *agency cost* pada penelitian ini diproksikan oleh dua variabel yang berbeda dengan penelitian Facrudin (2011).

Proksi yang pertama adalah rasio beban *Selling, General and Administrative* (SG&A) dibagi dengan total penjualan. Singh dan Davidson (2003) menggunakan rasio ini dalam mengukur pembayaran dan konsumsi berlebihan yang dilakukan oleh manajemen. Beban SG&A mencerminkan beban yang berkaitan dengan fungsi manajemen serta penjualan produk. Terdiri dari gaji manajer, yang merupakan elemen penting dari total *benefits* yang mengalir ke manajemen, sewa, asuransi, beban *utilities* dan perlengkapan seperti *lease payments* dan beban-beban atas bangunan kantor, *furnishings, automobiles* dan fasilitas serupa lainnya serta beban iklan bisa dijadikan kamufase atas tindakan *perquisite* manajemen. Karena beban SG&A dianggap mencerminkan diskresi manajemen dalam membelanjakan sumber daya perusahaan, maka konflik keagenan dan *agency cost* bisa tercermin dari tingginya beban SG&A.

Selanjutnya adalah interaksi antara *free cash flow* dan prospek pertumbuhan, sebagai proksi *agency cost* yang kedua sesuai dengan penelitian Jensen (1986) serta McKnight dan Weir (2009). Opler dan Titman (1993) dalam McKnight dan Weir (2009) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi adalah perusahaan yang dikelola dengan baik dan memiliki sedikit *free cash flow* karena ketersediaan kas digunakan untuk mendanai proyek yang berNPV positif. Sementara, Jensen (1986) berargumen ketika terjadi kombinasi antara besarnya *free cash flow* dengan prospek pertumbuhan yang rendah maka hal tersebut mengindikasikan tingginya *agency cost*. Prospek pertumbuhan perusahaan yang rendah mengakibatkan kesempatan perusahaan untuk berinvestasi menjadi semakin rendah. Ketika kondisi tersebut dihadapkan pada kelebihan *free cash flow*, maka kemungkinan *free cash flow* digunakan untuk tindakan konsumtif manajemen akan semakin tinggi. Oleh karena itu, kombinasi tingginya *free cash flow* dengan prospek pertumbuhan yang rendah merupakan indikasi tingginya *agency cost* (Doukas, Kim dan Pantzalis, 2000).

Untuk kriteria *financial distress* sendiri diperoleh dari metode yang ditemukan oleh Altman (1984). Penelitian Altman (1984) dengan metode *multiple discriminant analysis* (MDA) menemukan formula yang dapat digunakan untuk mendeteksi kebangkrutan perusahaan dengan istilah yang terkenal yaitu *Z-Score*. *Z-Score* adalah skor yang ditentukan dari lima rasio keuangan yang masing-masing dikalikan dengan bobot tertentu dan akan menunjukkan tingkat kemungkinan kebangkrutan perusahaan.

Selain itu, penulis juga meningkatkan jumlah pengamatan, yaitu menjadikan seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI menjadi populasi sasaran. Dengan demikian penelitian penulis akan menjadi lebih tergeneralisasi, karena jumlah sampelnya yang diperluas dengan menggunakan industri manufaktur yang memiliki sektor emiten yang paling banyak dan bervariasi di BEI.

1.2 Perumusan Masalah

Penelitian ini merupakan kelanjutan dari penelitian Fachrudin (2011) yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan kondisi yang baik dan tidak sedang dalam kesulitan keuangan, cenderung akan tidak berhati-hati dalam pengeluaran *discretionary expense*, sebagai salah satu proksi dari *agency cost* (Fachrudin, 2011). Fachrudin (2011) juga menambahkan bahwa penggunaan utang bukan mekanisme pengendalian yang tepat pada perusahaan yang sedang tidak mengalami *financial distress*. Oleh karenanya, pengaruh penggunaan utang pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* bukanlah negatif melainkan positif terhadap *agency cost*.

Perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* artinya bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi baik, karena tidak memiliki kesulitan dana untuk menutupi kewajiban perusahaan atau kesulitan likuiditas yang diawali dengan kesulitan ringan sampai pada kesulitan serius, yaitu jika utang lebih besar dibandingkan dengan aset.

Sementara Jensen dan Meckling (1976) dalam Cao (2006) yang menyatakan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran yang tidak penting dan memberi dorongan pada manajer untuk mengoperasikan perusahaannya dengan lebih efisien, khususnya kehati-hatian manajer dalam

pengeluaran kas yang terjadi pada saat perusahaan yang memiliki banyak utang sedang berada dalam kondisi *financial distress*.

Grossman dan Hart (1982) dalam Kayakachoian (2001) juga berpendapat bahwa terdapat efek insentif bagi manajemen yang ditimbulkan dari kemungkinan kebangkrutan perusahaan akibat utang yang tinggi. Pemegang saham akan cenderung menyukai perusahaan yang menggunakan utang, karena hal ini menunjukkan *precommitment behaviour* dari manajemen untuk tidak *perquisites*.

Berdasarkan paparan di atas, terdapat beberapa rumusan masalah, yaitu sebagai berikut :

1. Apakah terdapat perbedaan pengaruh antara perusahaan yang mengalami maupun tidak mengalami *financial distress* terhadap *agency cost*?
2. Apakah penggunaan utang dalam struktur modal berpengaruh positif terhadap *agency cost* pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*?
3. Apakah penggunaan utang dalam struktur modal berpengaruh negatif terhadap *agency cost* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan yang terdapat dalam rumusan masalah di atas yaitu :

1. Mengetahui bahwa terdapat perbedaan pengaruh penggunaan utang terhadap *agency cost* antara perusahaan yang mengalami maupun tidak mengalami *financial distress*.
2. Mengetahui apakah penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* berpengaruh positif.
3. Mengetahui apakah penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* pada perusahaan yang mengalami *financial distress* berpengaruh negatif

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberi manfaat bagi pihak-pihak sebagai berikut:

1. Manajemen

Memberikan pemahaman bagi manajemen bahwa tindakan *perquisite* dan tindakan menyimpang terkait maksimalisasi kesejahteraan pemegang saham dapat tercermin dari berbagai elemen perusahaan, termasuk *items* yang ada dalam laporan keuangan, contohnya adalah beban *Selling, General & Administrative* serta *free cash flow*. Oleh karena itu, diharapkan agar manajemen selalu bertindak lebih bijaksana dalam mengelola perusahaan sesuai dengan tujuan utama perusahaan itu sendiri, yaitu mensejahterakan pemegang saham.

2. Investor

Memberikan pemahaman bagi investor bahwa komposisi dalam struktur modal perusahaan merupakan salah satu faktor penting untuk dipertimbangkan dalam keputusan berinvestasi.

3. Akademisi

Memberikan masukan kepada Akademisi yang dapat dijadikan sebagai bahan acuan atau pertimbangan untuk penelitian-penelitian selanjutnya.

1.5 Sistematika Penulisan

Penulisan penelitian ilmiah ini terdiri dari lima bab pembahasan. Berikut rincian garis besar per bab, yaitu:

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini menguraikan latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab 2 Landasan Teori

Bab ini membahas tentang teori-teori yang terkait dengan penelitian ini, dan penelitian-penelitian sebelumnya yang terkait dengan karya akhir ini baik penelitian yang dilakukan di luar negeri maupun penelitian dalam negeri.

Bab 3 Metodologi Penelitian

Bab ini metode yang digunakan penulis dalam proses penulisan karya akhir ini mulai dari bagaimana memperoleh data, sumber data, sampai pengolahan data sehingga dapat dipergunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen yang diuji.

Bab 4 Analisis dan Hasil Penelitian

Bab ini memaparkan hasil penelitian yang dilakukan berikut analisis dari hasil penelitian tersebut. Bab ini menjawab permasalahan yang telah dipaparkan pada bab pendahuluan.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Secara umum bab ini berisikan penutup atas penelitian, yaitu kesimpulan penelitian, keterbatasan penelitian, saran, dan masukan yang membangun atas penelitian.

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Teori Keagenan

2.1.1 Definisi Teori Keagenan

Teori yang menjelaskan hubungan prinsipal dan agen ini salah satunya berakar pada teori ekonomi, teori keputusan, sosiologi dan teori organisasi. Teori keagenan menganalisis susunan kontraktual di antara dua atau lebih individu, kelompok atau organisasi. Salah satu pihak, prinsipal membuat suatu kontrak, baik secara implisit maupun eksplisit, dengan pihak lain, yaitu agen dengan harapan bahwa agen akan bertindak atau melakukan pekerjaan seperti yang diinginkan oleh prinsipal.

Hal serupa juga dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), bahwa teori keagenan menyatakan adanya hubungan perjanjian, yang disebut “*nexus of contract*” antara pihak yang memberi wewenang, yaitu prinsipal yang kemudian akan disebut sebagai pemegang saham dengan pihak yang menerima wewenang, yaitu agen yang kemudian akan disebut sebagai manajer untuk melakukan beberapa jasa demi kepentingan pemegang saham. Teori keagenan fokus pada hubungan kekayaan dari pemegang saham yang dipercayakan untuk dikelola oleh pihak lain, dalam hal ini oleh manajer. Dimana berdasarkan perjanjian, pemegang saham mendelegasikan beberapa otoritas pengambilan keputusan kepada manajer.

Atkinson dan Feltham (1981) menyatakan bahwa teori keagenan banyak membahas mengenai pelayanan terhadap kebutuhan informasi. Teori ini berfokus pada hubungan antara satu orang (pemegang saham) yang mempercayakan haknya kepada orang lain (manajer). Atkinson dan Feltham (1981) menjelaskan bahwa permintaan informasi tersebut didasari oleh motivasi manajer dan pendistribusian risiko secara efisien. Informasi dikatakan bernilai jika informasi tersebut dapat memperbaiki alokasi sumber daya dan risiko dalam perekonomian. Hal ini dilakukan dengan cara mengurangi ketidakpastian.

Menurut Lane (2000), hubungan prinsipal-agen terjadi apabila tindakan yang dilakukan seseorang memiliki dampak pada orang lain atau ketika seseorang sangat bergantung pada tindakan orang lain. Pengaruh atau ketergantungan ini

diwujudkan dalam kesepakatan-kesepakatan dalam struktur institusional pada berbagai tingkatan, seperti norma perilaku dan konsep kontrak. Lane (2000) juga menyatakan bahwa teori keagenan dapat diterapkan dalam organisasi sektor publik, sebagai contoh adalah negara demokrasi modern yang didasarkan juga oleh serangkaian hubungan prinsipal-agen.

Berdasarkan definisi di atas dapat dijelaskan bahwa teori keagenan membahas hubungan antara pemberi wewenang (prinsipal) dan penerima wewenang (agen) untuk melaksanakan pekerjaan. Kedua belah pihak diikat oleh kontrak yang menyatakan hak dan kewajibannya masing-masing. Pemegang saham menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan manajer mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang sudah diberikan oleh pemegang saham. Atas kepemilikan pada perusahaan, pemegang saham akan memperoleh hasil berupa pembagian laba dalam bentuk deviden, sedangkan manajer akan memperoleh kompensasi dalam bentuk gaji, bonus, insentif dan kompensasi lainnya.

2.1.2 *Agency Conflict*

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan sangat rentan dengan *agency conflict*. *Agency conflict* menurut Jensen dan Meckling (1976) adalah tidak seajarnya kepentingan manajer dan pemegang saham sehingga menciptakan perilaku manajer yang memiliki motivasi lain selain dari tujuan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham.

Menurut Cornell dan Sapiro (1988) dalam Martin et.al. (1993) dan Karyono (2005), *agency conflict* bertolak dari tiga sumber utama yaitu pertama, kecenderungan pihak manajemen untuk mengkonsumsi lebih banyak sumberdaya perusahaan. Kedua, fakta bahwa para manajer tidak menguasai sejumlah saham perusahaan sehingga rasa memilikinya terbatas. Manajemen cenderung menanggung risiko yang lebih kecil atas kesalahan dalam mengambil keputusan karena risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (Wahidahwati, 2001). Hal ini mendorong manajer untuk terlalu berani menghadapi risiko. Dengan kepemilikan saham yang sangat terbatas, manajer

tidak akan bersedia mengerahkan energi dan perhatian untuk menjaga perusahaan sebaik seperti yang biasa dilakukan seorang pemilik perusahaan. Ketiga, merupakan kebalikan dari kedua yaitu para manajer cenderung menempuh jalan yang mengutamakan keamanan karir sendiri. Artinya, manajer terlalu mengkhawatirkan risiko, mengakibatkan hilangnya peluang investasi yang sebenarnya menguntungkan dan besar kemungkinan akan menghasilkan proyek yang sukses.

Senada dengan Cornell dan Sapiro (1988), McColgan (2001) dan Andreas (2006) menyatakan bahwa secara teoritikal dan empiris, *agency conflict* dibangun dalam empat area problematik yaitu: *moral hazard*, *earning retention*, *risk aversion* dan *time horizon*. Area problematik tersebut dijelaskan sebagai berikut :

a. *Moral Hazard Agency Conflict*

Konsep ini didasarkan pada anggapan bahwa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham maupun pemberi pinjaman. Manajer akan membangun sebuah model yang mengarah pada kemudahannya mengambil *perquisite* pribadi daripada menginvestasikannya dalam proyek yang memiliki NPV positif.

b. *Earning Retention Agency Conflict*

Banyak penelitian mengenai struktur kompensasi yang secara umum menemukan bahwa gaji manajemen meningkat sesuai dengan ukuran perusahaan. Manajemen dengan *direct incentive* akan lebih fokus pada ukuran perusahaan daripada pertumbuhan *return* pemegang saham. Hal ini sesuai dengan Jensen (1986) bahwa manajemen akan lebih memilih laba ditahan daripada didistribusikan dalam bentuk kas pada pemegang saham khususnya perusahaan yang memiliki kesempatan terbatas untuk berinvestasi pada proyek berNPV positif. Kebanyakan *earning retention* akan menyebabkan kebutuhan pendanaan dari luar akan semakin kecil untuk membiayai investasi. Dengan demikian, akan mengurangi *monitoring* pihak eksternal terhadap manajemen dalam rangka keputusan memaksimalkan nilai perusahaan.

c. *Managerial Risk Aversion Agency Conflict*

Konflik yang berhubungan dengan *managerial risk aversion* dapat meningkat dikarenakan pembatasan dari diversifikasi portofolio dengan memperhatikan penghasilan manajemen. Biasanya penghasilan manajemen berhubungan dengan kinerja dari perusahaannya. Pihak manajemen akan mencoba meminimalisasi risiko perusahaan dengan cara menghindari keputusan investasi yang meningkatkan risiko perusahaan. Dimana hal ini akan mempengaruhi kebijakan keuangan yang diambil untuk perusahaan dan mempengaruhi perolehan *return* bagi pemegang saham.

d. *Time Horizon Agency Conflict*

Konflik juga bisa meningkat diantara pemegang saham dan manajer, dengan memperhatikan waktu dari *cash flow*. Pemegang saham berhubungan dengan semua aliran *cash flow* masa depan dari perusahaan dalam kondisi ketidakpastian. Artinya, tujuan pemegang saham adalah memaksimalkan kekayaannya dengan melihat nilai sekarang dari arus kas yang dihasilkan oleh investasi perusahaan. Sedangkan manajemen mungkin hanya berhubungan dengan aliran *cash flow* perusahaan untuk berbagai pekerjaannya, diantaranya berkaitan dengan hasil peningkatan pertumbuhan dan ukuran perusahaan.

Dari uraian di atas dapat dijelaskan bahwa *agency conflict* terjadi manakala manajer cenderung membuat keputusan yang menguntungkan dirinya daripada kepentingan pemegang saham (Meckling 1976, Myers 1977). Perilaku manajer yang menyimpang ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan manajer cenderung tidak menyukai risiko (*risk averse*) (Wahidahwati, 2001). Keterbatasan ini yang menciptakan konflik potensial atas kepentingan masing-masing antara pemegang saham dan manajer yang saling mencari peluang untuk menguntungkan diri sendirinya atas biaya salah satu pihak.

Sebagai pengelola perusahaan, manajer akan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham sendiri. Fenomena terjadinya asimetri informasi ini, yaitu kesenjangan (*gap*) antara manajer dan pihak lain yang mempunyai sumber dan akses terbatas dalam

memonitor semua tindakan manajer. Dimana perusahaan merupakan kumpulan berbagai kepentingan dari berbagai pihak, seperti pemegang saham dan kreditur dimana kepentingan-kepentingan tersebut akan sangat ditentukan oleh pengelolaan manajemen (Jatiningrum dan Rofiqoh, 2004). Secara teoritis keunggulan manajer, sebagai agen, mendorong dan memotivasi manajer untuk bertindak oportunistik dan memaksimalkan utilitasnya dengan mengorbankan pemegang saham.

Sebagaimana yang telah diketahui, bahwa tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham. Namun, yang terjadi adalah baik manajemen dan manajer perusahaan sering memiliki tujuan berbeda yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Sehingga timbul konflik kepentingan antara para manajer dan para pemegang saham perusahaan (*agency conflict*). Hal ini terjadi karena agen (manajer) memiliki informasi mengenai perusahaan yang tidak dimiliki oleh pemegang saham (*asymetry information*) dan mempergunakannya untuk meningkatkan utilitasnya, padahal setiap pihak, bukan hanya manajer yang membutuhkan informasi untuk pengambilan keputusan ekonomi (Haryono, 2003a; Sulistyanto, 2004; Jatiningrum dan Rofiqoh, 2004).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) kondisi tersebut merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan atau sering disebut dengan *the separation of the decision-making and risk-bearing functions of the firm*. Dengan pemisahan fungsi, pengambilan keputusan, yaitu agen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan yang tidak menaikkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (prinsipal). Oleh karena itu, agen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya.

Penyebab lain konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham dipicu oleh aktivitas pembuatan keputusan yang berkaitan dengan pencarian dana (*financing decision*) dan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Konflik ini didorong oleh perbedaan pengertian terhadap risiko antara manajer dan pemegang saham dalam keputusan pendanaan. Menurut Fama (1980) dalam

Wahidahwati (2001), pemegang saham hanya berkepentingan dengan risiko sistematis saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Sedangkan manajer berkepentingan dengan risiko perusahaan secara keseluruhan. Hal ini disebabkan dua alasan, yaitu: pertama, bagian substantif dari kekayaan mereka adalah di dalam *specific human capital* perusahaan yang membuat mereka *nondiversifiable*. Kedua, manajer akan terancam reputasinya, demikian juga kemampuan *earnings* perusahaan, jika perusahaan terancam kebangkrutan. Sehingga timbul ketidaksinkronan kepentingan antara agen dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976).

Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa menurut teori keagenan, agen cenderung bertindak atas dasar kepentingannya sendiri bukan berdasarkan maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini merupakan konflik kepentingan antara agen dan pemegang saham, yang kemudian disebut sebagai *agency conflict*.

2.1.3 Agency Cost

Konflik kepentingan antara agen dan pemegang saham dapat diminimalisir melalui mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait dalam teori keagenan. Akan tetapi dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yaitu *agency cost* (Haryono, 2002; Sulistyanto, 2004).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency cost* adalah pemberian insentif yang layak kepada manajer serta biaya pengawasan untuk mencegah *moral hazard*, yang kemudian diidentifikasi menjadi dua jenis *agency cost*, yaitu *agency cost* yang terjadi karena konflik antara investor dan manajer, serta yang terjadi karena konflik antara investor dan *debtholder*.

Agency cost sebagaimana telah dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Kayakachoian (2001) merupakan jumlah dari pengeluaran biaya untuk *monitoring* oleh pemegang saham, pengeluaran agen karena penggunaan utang dan pengeluaran *residual loss*, yaitu sebagai berikut :

1. Biaya *monitoring* merupakan biaya yang ditanggung oleh pemilik untuk mengukur, mengobservasi dan mengontrol aktivitas dan tingkah laku

manajer sebagai agen. Biaya *monitoring* antara lain adalah biaya audit laporan keuangan perusahaan, premi asuransi untuk melindungi aset perusahaan dan biaya untuk menetapkan rencana kompensasi manajer, pembatasan anggaran dan aturan-aturan operasi.

2. Biaya *bonding* atau biaya yang ditanggung oleh manajer, yaitu biaya untuk membentuk mekanisme yang menjamin bahwa manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham dan tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. Dengan kata lain, biaya *bonding* dihasilkan oleh manajer untuk menyesuaikan diri dengan kemauan pemegang saham. Contohnya yaitu biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menyediakan laporan keuangan kepada pemegang saham.
3. *Residual loss*, yaitu biaya yang tetap terjadi meskipun telah dilakukan mekanisme *monitoring* dan *bonding*. Karena meskipun ada mekanisme *monitoring* dan *bonding*, kepentingan manajer adakalanya tetap tidak berkorespondensi dengan kepentingan pemegang saham. Contohnya adalah saat manajer tidak memecat rekan kerjanya yang melakukan pekerjaan buruk.

Sementara *agency cost* menurut Hakim (2007) adalah biaya yang timbul agar agen bertindak selaras dengan tujuan pemilik. *Agency cost* ini meliputi hal-hal berikut :

- a. Biaya audit untuk mengawasi wewenang manajer sebagai agen
- b. Berbagai perjanjian atau kontrak yang menyatakan bahwa manajer tidak menyalahgunakan wewenangnya
- c. Insentif sebagai kompensasi untuk manajer atas prestasinya
- d. Kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga, dimana pihak ketiga akan membayar perusahaan jika manajer tersebut bertindak merugikan perusahaan
- e. Kontrak antara manajer dengan pemilik perusahaan, dimana pemilik perusahaan menjamin bahwa manajer akan mendapat kompensasi sejumlah tertentu jika perusahaan dijual atau dilikuidasi atau dimerger dengan pihak lain. (Hakim, 2007)

McKnight dan Weir (2008) mengukur kinerja *agency cost* dengan tiga cara, yaitu : (1) menggunakan *asset to sales ratio*, (2) jumlah akuisisi yang dilakukan oleh sebuah perusahaan, (3) interaksi antara *free cash flow* dengan *growth prospect*.

Pertama, *Asset to Sales Ratio*. Rasio yang mengukur efisiensi manajemen dalam menggunakan aset untuk menghasilkan penjualan. Rasio yang tinggi menunjukkan penggunaan aset menghasilkan penjualan dalam jumlah yang signifikan. Oleh karenanya menunjukkan *agency cost* yang rendah. Kebalikannya, *asset to sales ratio* yang rendah menandakan manajemen mengimplementasikan kebijakan yang tidak memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham seperti *poor investment decision* atau mengkonsumsi *excessive perquisites*. Oleh karenanya rasio yang rendah mengindikasikan tingginya *agency cost* dan ketidakefisienan dalam penggunaan aset.

Kedua, jumlah perusahaan yang diakuisisi sebuah perusahaan. Murphy (1985) dan Jensen (1986) menyatakan bahwa pelaksanaan akuisisi sesuai atau konsisten dengan tujuan manajemen yaitu *power* (kekuatan). Oleh karena itu, Dennis dan McConnell (2003) berpendapat bahwa *takeover* mungkin dilakukan untuk memaksimalkan kepentingan manajemen dibanding memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Akuisisi adalah salah satu cara dimana dana dapat dihabiskan manajemen dibandingkan mendistribusikannya ke pemegang saham.

Ketiga, interaksi antara *free cash flow* dengan *growth prospect*. Jensen (1986) mengungkapkan bahwa *agency cost* tinggi ketika *high free cash flow* dikombinasikan dengan *poor growth opportunities*. Jensen (1986) menyatakan bahwa permasalahan dalam *free cash flow* terutama muncul pada perusahaan-perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang rendah, karena mereka menghadapi kesulitan memperoleh proyek investasi yang memiliki NPV yang positif. Sedangkan, untuk perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang tinggi, adanya *free cash flow* tidak terlalu menimbulkan persoalan *adverse selection*, karena tersedia banyak proyek investasi dengan NPV positif (Myers, 1977).

Sementara Singh dan Davidson (2003) menggunakan rasio beban *Selling, General and Administrative* (SG&A) dibagi dengan total penjualan untuk mengukur *agency cost*. Rasio ini mengukur pembayaran dan konsumsi berlebihan yang dilakukan oleh manajemen. Selain itu beban SG&A dianggap mencerminkan diskresi manajemen dalam membelanjakan sumber daya perusahaan. Beban SG&A terdiri dari beban gaji, yang merupakan elemen penting dari total *benefits* yang mengalir ke manajemen, serta beban sewa, utilitas, *lease payments* dan perlengkapan yang mencerminkan beban-beban atas bangunan kantor, *furnishings, automobiles* dan fasilitas serupa lainnya. Selanjutnya, manajemen juga bisa memanfaatkan beban iklan dan penjualan sebagai beban kamufase atas tindakan *perquisite* manajemen. Oleh karena itu, konflik keagenan bisa dicerminkan oleh tingginya beban SG&A sebagai beban diskresioner manajemen.

2.2 Struktur Modal

2.2.1 Teori Struktur Modal

Dalam literatur *finance*, Jensen dan Meckling (1976) adalah yang pertama menghubungkan *agency cost* dengan utang dan struktur modal. Komponen struktur modal dapat dilihat di sisi kanan laporan posisi keuangan perusahaan, dimana yang merupakan pembiayaan pembelanjaan permanen bagi perusahaan adalah utang jangka panjang, saham preferen dan saham modal. Berbagai teori struktur modal telah dikembangkan oleh para pakar untuk menentukan struktur modal yang optimal dengan menganalisis komposisi dari utang dan modal.

Teori struktur modal modern dikenal semenjak Modigliani dan Miller memperkenalkan teori yang dikenal dengan teori MM. Asumsi yang digunakan dalam model ini tidak ada biaya transaksi dan biaya kebangkrutan, seluruh perusahaan berada di tingkat risiko yang sama, pajak perusahaan adalah beban bagi pemerintah, tidak ada pertumbuhan, perusahaan hanya menerbitkan *risk free debt* dan *risky equity*, informasi simetris antara investor dalam dan luar serta agen diasumsikan patuh pada pemegang saham dan selalu memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Copeland dan Weston, 1988).

Pada awalnya model ini didasarkan pada tidak adanya pajak perusahaan, kemudian dikembangkan pula pada kondisi adanya pajak perusahaan. Banyak

sanggahan dan kritik yang ditujukan pada teori model MM, diantaranya adalah sebagai berikut :

- a. Teori model MM mengasumsikan bahwa tidak adanya biaya transaksi, namun dalam realita bahwa komisi untuk para broker itu cukup tinggi
- b. Pada awalnya MM mengasumsikan bahwa investor dan perusahaan memiliki akses yang sama terhadap lembaga keuangan. Akan tetapi para investor besar dimungkinkan memperoleh utang dengan bunga yang lebih rendah sedangkan investor individu mungkin harus meminjam dengan tingkat bunga yang tinggi.
- c. Faktanya bahwa pasti terjadi konflik antara pihak dalam dan luar perusahaan yang menimbulkan *agency cost* yang besar
- d. Tidak ada pertimbangan adanya *financial distress* yang mungkin dihadapi perusahaan
- e. Tidak adanya pajak perorangan
- f. Utang perusahaan pasti mengandung risiko, berapapun jumlah utang yang digunakan (Brigham dan Weston, 2000)

Karena beberapa kritik di atas maka munculah pendekatan-pendekatan lain yang baru dengan pelanggaran asumsi terhadap teori model MM ini. Beberapa teori berikutnya dikenal dengan teori *Trade off Model* (Brealey dan Myer, 1991). Struktur modal optimal dapat diperoleh dengan adanya keseimbangan antara keuntungan *tax shield* dengan *financial distress* dan *agency cost*, karena penggunaan *leverage*, atau terjadi *trade off* antara manfaat dan biaya. *Financial distress* terjadi ketika perusahaan mengalami kesulitan dalam melunasi kewajiban utangnya sehingga perusahaan terancam kebangkrutan (*pailit*). Oleh karena itu *financial distress* perlu diperhitungkan karena mengurangi nilai perusahaan. Model ini juga menarik, karena adanya pendapat bahwa perusahaan yang tidak menggunakan *leverage* dan perusahaan yang menggunakan *leverage* 100% (ekstrim) adalah buruk, sedangkan keputusan yang terbaik adalah diantaranya.

Dalam teori keagenan dinyatakan bahwa dalam menentukan struktur modal perlu dipertimbangkan biaya yang ditimbulkan dengan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Berdasarkan teori ini struktur modal berpengaruh positif terhadap kemungkinan kebangkrutan. Struktur modal

perusahaan juga mempengaruhi keputusan kreditur, dimana biaya utang menjadi lebih besar juga dikarenakan adanya bunga pinjaman yang ditetapkan oleh kreditur. Biaya utang yang besar tersebut merupakan *bonding cost* bagi manajer, karena mendorong para manajer untuk menggunakan dana tersebut untuk investasi dengan benar.

2.2.2 *Financial Decision Making*

Fungsi pembelanjaan dan fungsi keuangan merupakan dua hal yang dilakukan oleh perusahaan dalam usahanya untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Dalam menjalankan fungsi pembelanjaan, perusahaan selalu dihadapkan pada tiga masalah utama atau tiga keputusan utama, yaitu : keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pendanaan (*financing decision*) dan keputusan mengenai pembagian dividen (*dividen financing*). Keputusan pendanaan adalah keputusan keuangan tentang dari mana dana untuk membeli aset berasal (Lukas, 2003).

Masalah yang kemudian selalu dihadapi oleh perusahaan didalam melaksanakan keputusan pendanaan (*financial decision making*) adalah menentukan sumber-sumber dana mana yang digunakan, apakah utang, modal sendiri atau kedua-duanya, dan berapa besar proporsi masing-masing sumber dana yang akan digunakan, sehingga diperoleh suatu perimbangan optimal antara utang dengan modal sendiri, atau dengan kata lain diperoleh struktur modal yang optimal.

Di luar hal tersebut, mekanisme utang pada dasarnya dapat mengurangi masalah keagenan dengan cara berikut ini :

1. Pengaruh pengendalian yang dikemukakan oleh Jensen (1986) dari penggunaan utang. Pengendalian yang dimaksud adalah yaitu dengan peningkatan penggunaan utang, meminta perusahaan melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pokok pinjaman, manajer terikat dengan janji mereka untuk membayarkan arus kas masa depan. Hal ini akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia bagi manajemen untuk melakukan tindakan *perquisites* yang merugikan pemegang saham. Healy dan Palepu (2008) menyatakan alasan yang menyebabkan pendanaan

dengan utang menjadi menarik adalah kemungkinan munculnya insentif bagi manajemen terkait *value creation*. Dengan adanya utang, maka manajemen ditekan agar menggunakan dana *idle* yang ada untuk membayar bunga utang tersebut. Hal ini akan mengurangi pengeluaran yang tidak memaksimalkan nilai pemegang saham. Dengan kata lain, utang akan mengurangi biaya keagenan yang terjadi antara manajemen dan pemegang saham.

2. Disamping itu, tingkat utang yang tinggi juga berarti ada *external monitoring* yang lebih ketat dari bank atau kreditur lain, sebagaimana dibuktikan secara empiris oleh Maloney et al. (1993). Pengawasan kinerja akan memberikan ketidakeleluasaan manajemen untuk melakukan *value-destroying activities*, seperti tindakan *perquisites* atau pembiayaan investasi proyek-proyek dengan NPV negatif, yang mengurangi kesejahteraan pemegang saham sehingga manajer akan termotivasi untuk mempertahankan atau meningkatkan kinerja (Crutclley & Hansen, 1989).
3. Tingginya penggunaan utang juga menyebabkan manajemen akan bekerja di bawah ancaman *financial distress*. *Financial distress* dan kepailitan akan menyebabkan kemungkinan manajer dipecat dan mengurangi reputasi manajer yang bersangkutan di dunia bisnis, sehingga akan mendorong manajemen untuk bekerja lebih giat dan efisien untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang (Palepu, Healy & Bernard, 2004).

2.2.3 Rasio *Leverage*

2.2.3.1 Pengertian Rasio *Leverage*

Dalam menentukan keputusan pendanaan dan struktur modal terdapat rasio keuangan yang dikenal sebagai rasio *leverage*. Rasio *leverage* atau rasio utang merupakan bagian dari rasio solvabilitas. Menurut Sawir (2000) rasio *leverage* mengukur tingkat solvabilitas suatu perusahaan. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya seandainya perusahaan tersebut pada saat itu dilikuidasi. Dengan demikian solvabilitas berarti kemampuan perusahaan untuk membayar utang-utangnya, baik

jangka pendek maupun jangka panjang (Sawir, 2000). Sementara menurut Brigham dan Houston (2010) rasio *leverage* merupakan rasio yang mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan pendanaan dengan utang (*financial leverage*).

Dari pengertian di atas maka dapat disimpulkan bahwa pengertian rasio *leverage* atau rasio utang adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang dan jangka pendek. Semakin tinggi rasio ini menunjukkan semakin jelek keadaan keuangan perusahaan. Karena semakin tinggi pula risiko keuangan yang ditanggung oleh perusahaan. Hal ini disebabkan karena semakin besar proporsi dana yang berasal dari utang.

2.2.3.2 Jenis-jenis rasio *leverage*

Menurut Sawir (2000), terdapat dua jenis rasio *leverage* yaitu sebagai berikut :

a. Rasio Utang terhadap Aset atau *Debt to Total Asset Ratio*

Rasio ini memperlihatkan proporsi antara kewajiban yang dimiliki dan seluruh kekayaan yang dimiliki. Semakin tinggi hasil presentasinya cenderung semakin besar risiko keuangannya bagi kreditor maupun pemegang saham.

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(2.1)$$

b. Rasio Utang terhadap Modal atau *Debt to Equity Ratio*

Rasio ini menggambarkan perbandingan utang dengan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots(2.2)$$

Dalam penelitian ini jenis rasio *leverage* yang digunakan oleh penulis adalah *Debt to Equity Ratio* yang membandingkan total utang dengan modal. Menurut Gibson (2008), DER adalah salah cara penghitungan dalam menentukan

kemampuan membayar utang jangka panjang suatu entitas. Kreditur melihat ekuitas atau dana yang diberikan oleh pemilik sebagai batas pengaman. Dengan menghimpun dana melalui utang maka pemegang saham dapat mengendalikan perusahaan dengan jumlah investasi ekuitas yang terbatas. Rasio ini dapat menggambarkan potensi manfaat dan risiko yang berasal dari penggunaan utang.

Menurut Ang (2007) DER dapat digunakan untuk melihat struktur modal suatu perusahaan karena DER yang tinggi menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan utang-utang relatif terhadap ekuitas. Semakin tinggi DER mencerminkan risiko perusahaan relatif tinggi karena perusahaan dalam beroperasi relatif tergantung terhadap utang dan perusahaan memiliki kewajiban untuk membayar bunga utang.

Namun penggunaan utang tidak selalu berdampak kurang baik pada perusahaan, khususnya bunga yang dikenakan dalam penggunaan utang bisa menjadi pengurang pajak, penggunaan utang akan mengurangi kewajiban pajak dan menyisakan laba operasi yang lebih besar bagi perusahaan.

2.3 *Financial Distress*

2.3.1 *Definisi Financial Distress*

Sejak penelitian tentang *financial distress* dilakukan oleh Beaver (1966), tidak ada satu definisi khusus atas *financial distress*. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Almilia, Platt dan Platt (2002) mendefinisikan *financial distress* sebagai tahapan penurunan kondisi keuangan suatu perusahaan sebelum terjadinya kebangkrutan atau likuidasi. Selain itu, *financial distress* juga dapat didefinisikan sebagai *insolvency*, yaitu kondisi di mana hasil operasi perusahaan tidak cukup untuk memenuhi kewajiban perusahaan (Emery, Finnery & Stowe, 2004). *Insolvency* menurut Emery, Finnery & Stowe (2004) dapat dibedakan dalam dua kategori, yaitu :

a. *Technical insolvency*

Bersifat sementara dan munculnya karena perusahaan kekurangan kas untuk memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendek.

b. *Bankruptcy insolvency*

Bersifat lebih serius dan munculnya ketika total nilai utang melebihi nilai total aset perusahaan atau nilai ekuitas perusahaan negatif.

Menurut Martin (1995) dalam Supardi dan Mastuti (2003), kebangkrutan didefinisikan ke dalam beberapa pengertian, yaitu :

- a. *Economic distress*, berarti perusahaan kehilangan uang atau pendapatan sehingga tidak mampu menutup biaya sendiri karena tingkat laba yang lebih kecil dari biaya modal atau nilai sekarang dan arus kas perusahaan lebih kecil dari kewajiban. Kegagalan terjadi bila arus kas perusahaan sebenarnya jauh di bawah arus kas yang diharapkan atau tingkat pendapatan atas biaya historis dan investasinya lebih kecil daripada biaya modal perusahaan yang dikeluarkan untuk sebuah investasi.
- b. *Financial distress*, berarti kesulitan dana untuk menutupi kewajiban perusahaan atau kesulitan likuiditas yang diawali dengan kesulitan ringan sampai pada kesulitan yang lebih serius, yaitu jika utang lebih besar dibandingkan dengan aset.

Sementara itu menurut Ross, et.al (2008), *financial distress* dapat didefinisikan menjadi empat jenis yaitu :

- a. *Business failure*, yaitu saat bisnis dihentikan dengan kreditur menanggung kerugiannya (utangnya tidak terbayar).
- b. *Legal bankruptcy*, yaitu saat perusahaan atau kreditur mengajukan permohonan bangkrut ke pengadilan.
- c. *Technical insolvency*, yaitu saat perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban finansialnya.
- d. *Accounting insolvency*, yaitu saat total nilai buku utang melebihi total nilai buku aset.

Banyak faktor yang dapat menyebabkan perusahaan menghadapi *financial distress* yaitu antara lain kenaikan biaya operasi, ekspansi berlebihan, ketinggalan teknologi, kondisi persaingan, kondisi ekonomi, kelemahan manajemen perusahaan dan penurunan aktifitas perdagangan industri (Whitaker, 1999). Dalam kondisi ekonomi yang tidak buruk, kebanyakan perusahaan yang

mengalami *financial distress* adalah akibat dari kelemahan manajemen (Whitaker, 1999).

Definisi-definisi yang telah disebutkan di atas mayoritas masih dalam bentuk sebuah pernyataan. Hal ini telah menyulitkan analis dan peneliti untuk menyimpulkan perusahaan mana saja yang mengalami *financial distress*. Oleh karena itu, muncul beberapa definisi atas *financial distress* yang terkait dengan informasi pada laporan keuangan, yaitu sebagai berikut:

- a. Asquith, Gertner dan Scharfstein (1994) : *financial distress* adalah kondisi dimana EBITDA perusahaan selama 2 tahun berturut-turut lebih kecil dari beban bunganya.
- b. Whitaker (1999) : *financial distress* adalah kondisi dimana arus kas yang ada lebih kecil daripada porsi utang jangka panjang yang akan jatuh tempo.
- c. Wahyujati (2000) : *financial distress* adalah jika perusahaan mengalami *net income* negatif selama tiga tahun.
- d. Almilia & Kristijadi (2003) : *financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan selama dua tahun mengalami laba bersih negatif dan selama lebih dari satu tahun tidak melakukan pembayaran dividen.
- e. Hofer (1980) seperti dikutip oleh Luciana (2006) : *financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan mengalami laba bersih negatif selama beberapa tahun.
- f. Hill et al. (1996) seperti dikutip di Luciana (2006) : *financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan melakukan pemberhentian tenaga kerja atau menghilangkan pembayaran dividen.
- g. Luciana (2006) : *financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan mengalami *delisted* akibat laba bersih dan nilai buku ekuitas negatif berturut-turut serta perusahaan tersebut telah di-*merger*.
- h. Ross et al. (2008) : dari definisi-definisi yang dikemukakan Ross, ada satu definisi yang bisa diukur di laporan keuangan, yaitu *accounting insolvency*, dimana total nilai buku utang melebihi total nilai buku aset.

Selain definisi di atas, isu lain yang juga penting adalah adanya kesalahan umum yang menyamakan *financial distress* dengan kebangkrutan. Padahal, hal ini

sama sekali tidak benar. *Financial distress* hanyalah salah satu penyebab bangkrutnya suatu perusahaan. Jadi, tidak berarti semua perusahaan yang mengalami *financial distress* akan menjadi bangkrut. Namun jika kondisi *financial distress* tidak dapat diatasi, maka kemungkinan terburuknya adalah perusahaan tersebut dinyatakan bangkrut atau pailit.

Menurut Ross et al. (2008), dalam kondisi *financial distress*, perusahaan akan dihadapkan pada biaya-biaya yang dikenal dengan nama *financial distress cost*. Biaya tersebut terbagi dua, yaitu biaya langsung dan biaya tidak langsung. Biaya langsung adalah biaya yang terkait pengurusan kebangkrutan (*bankruptcy filing*). Sedangkan biaya tidak langsung adalah biaya-biaya yang terjadi saat sebuah perusahaan mengalami *financial distress* mencoba untuk menghindari pengurusan kebangkrutan.

Financial distress cost salah satunya juga dipengaruhi oleh sifat dari pemegang saham dan kreditor. Apabila pemegang saham dan kreditor merupakan pihak yang berbeda, maka akan cenderung terjadi pertentangan saat perusahaan mengalami *financial distress*. Pemegang saham cenderung menginginkan perusahaan tidak melaksanakan pengurusan kebangkrutan. Hal ini disebabkan jika perusahaan bangkrut, maka biasanya tidak ada aset yang tersisa untuk pemegang saham. Karena sikap pemegang saham ini, perusahaan akan mengeluarkan biaya *financial distress* tidak langsung.

Di sisi lain, para kreditor menginginkan perusahaan untuk bangkrut dengan alasan untuk melindungi nilai aset perusahaan supaya tidak turun lebih jauh lagi. Jika nilai aset perusahaan turun terlalu jauh, maka kreditor takut perusahaan tidak mampu membayar utangnya. Karena sikap ini, perusahaan mengeluarkan biaya langsung (Ross et al., 2008).

Pertentangan antara pemegang saham dan kreditor tersebut pada akhirnya harus memberikan sebuah keputusan, yaitu melaksanakan likuidasi atau reorganisasi. Likuidasi berarti penghentian perusahaan sebagai sebuah entitas yang *going concern*, yang mencakup penjualan seluruh aset perusahaan. Kemudian hasil penjualan aset tersebut akan didistribusikan kepada pihak-pihak sesuai prioritasnya.

Selain likuidasi, perusahaan juga dapat melakukan reorganisasi yaitu mempertahankan perusahaan sebagai entitas *going concern*, yang biasanya mencakup penerbitan sekuritas baru dalam bentuk surat utang baru kepada kreditur (restrukturisasi). Surat utang tersebut seringkali memberikan bunga yang lebih rendah dari surat utang yang lama, karena itu kreditur tentu akan menuntut kompensasi. Selain itu, sekuritas juga bisa berbentuk saham baru yang kadangkala pemegang saham lama tetap memiliki bagian atas saham baru yang diterbitkan perusahaan tersebut (Ross et al., 2008).

Terlepas dari konflik yang ditimbulkan dari kondisi *financial distress*, Platt dan Platt (2002) menyatakan bahwa terdapat kegunaan informasi jika suatu perusahaan mengalami *financial distress* adalah :

- a. Dapat mempercepat tindakan manajemen untuk mencegah masalah sebelum terjadinya kebangkrutan
- b. Pihak manajemen dapat mengambil tindakan *merger* atau *takeover* agar perusahaan lebih mampu untuk membayar utang dan mengelola perusahaan dengan lebih baik
- c. Memberikan tanda peringatan awal adanya kebangkrutan pada masa yang akan datang.

2.3.2 Pengukuran *Financial Distress*

Sangat sulit mendefinisikan secara objektif tahap permulaan adanya kondisi *financial distress*. Setelah dipelopori Beaver (1966), kemudian Edward Altman (1968) melakukan apa yang Beaver (1966) sarankan di akhir tulisannya, yaitu melakukan analisis multivariat. Pada tahun 1968 Altman meneliti manfaat laporan keuangan dalam memprediksi kebangkrutan. Altman (1968) mengemukakan sebuah formula yang bisa digunakan untuk memprediksi kemungkinan *financial distress* perusahaan dengan menggunakan metode *multivariate*. Metode yang dilahirkan tersebut dikenal dengan *Altman Z-score*.

Dalam statistika, penetapan formula yang ditemukan Altman (1968) menggunakan metode *Multivariate Discriminant Analysis* (MDA). Seperti regresi logistik, teknik statistika ini juga bisa digunakan untuk membuat model dimana variabel dependennya merupakan variabel kualitatif. *Output* dari teknik MDA

adalah persamaan linear yang bisa membedakan antara dua keadaan variabel dependen.

Altman menggunakan sampel dengan jumlah yang sama antara dua kategori (*paired sample*), dengan total 66 perusahaan selama 20 tahun (1946-1965) yang dibagi menjadi dua kategori, yaitu 33 perusahaan yang dianggap bangkrut dan 33 perusahaan lainnya yang tidak bangkrut. Perusahaan yang dianggap bangkrut adalah perusahaan yang mengajukan petisi bangkrut sesuai *National Bankruptcy Act* Bab X. Perusahaan yang digunakan Altman (1968) hanya berasal dari perusahaan manufaktur. Alasan di belakang ini sama dengan alasan Beaver (1966), yaitu data yang tersedia hanya berasal dari *Moody's Industrial Manual* yang hanya memuat data perusahaan manufaktur.

Penelitian Altman (1968) pada awalnya mengumpulkan 22 rasio perusahaan yang mungkin bisa berguna untuk memprediksi *financial distress*. Dari 22 rasio tersebut, dilakukan pengujian-pengujian untuk memilih rasio-rasio mana yang akan digunakan dalam membuat model. Pengujian dilakukan dengan melihat signifikansi statistik dari rasio, korelasi antar rasio, kemampuan prediksi rasio, *judgement* dari peneliti sendiri.

Hasil pengujian Altman (1968) memilih lima rasio yang dianggap terbaik untuk dijadikan variabel dalam model. Rasio-rasio yang terpilih tersebut adalah:

a. *Working capital/ total asset*

Rasio modal kerja terhadap total aset ini pada dasarnya mengukur besarnya aset likuid dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan. Semakin kecil rasio menunjukkan kondisi likuiditas perusahaan yang kurang baik.

b. *Retained earnings/ total asset*

Rasio ini merupakan rasio pertumbuhan yang mengukur akumulasi laba selama perusahaan beroperasi dibandingkan dengan total aset perusahaan.

c. *EBIT / total asset*

Rasio yang mengukur profitabilitas suatu perusahaan tanpa mempertimbangkan seberapa besar utang dari perusahaan.

d. *Market Value of Equity/ book value of debt*

Merupakan rasio *leverage* yang mengukur besarnya pembiayaan perusahaan yang didanai dengan utang. Nilai *equity* dalam rumus ini mencakup nilai pasar dari saham biasa dan saham preferen, sementara nilai *debt* adalah penjumlahan dari utang jangka pendek dan jangka panjang.

e. *Sales/ Total Asset*

Rasio ini merupakan rasio *asset turnover* yang mengukur kemampuan manajemen dan tingkat efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aset untuk menghasilkan penjualan.

Kelima rasio tersebut dimasukkan ke dalam analisis MDA dan menghasilkan model sebagai berikut :

$$Z\text{-score} = 1,2 \text{ WC/TA} + 1,4 \text{ RE/TA} + 3,3 \text{ EBIT/TA} + \dots\dots\dots(2.3) \\ 0,6 \text{ MVE/BVD} + 0,999 \text{ S/TA}$$

Dimana :

WC/TA	=	<i>Working Capital / Total Asset</i>
RE/TA	=	<i>Retained Earnings / Total Asset</i>
EBIT/TA	=	<i>Earning Before Interest and Tax / Total Asset</i>
MVE/BVD	=	<i>Market Value of Equity / Book Value of Debt</i>
S/TA	=	<i>Sales / Total Asset</i>

Altman (1968) menggunakan nilai *cutoff* 2,675 dan 1,81. Artinya jika nilai Z yang diperoleh lebih dari 2,675, perusahaan diprediksi tidak mengalami *financial distress* di masa depan. Perusahaan yang nilai Z-nya berada di antara 1,81 dan 2,675 berarti perusahaan itu berada dalam *grey area*, yaitu perusahaan mengalami masalah dalam keuangannya, walaupun tidak seserius masalah perusahaan yang mengalami *financial distress*. Lalu, perusahaan yang memiliki nilai Z di bawah 1,81 diprediksi akan mengalami *financial distress*. Model ini memiliki akurasi mencapai 95% jika menggunakan data 1 tahun sebelum kondisi *financial distress*. Presentase *error*-nya 6% untuk *Type I* dan 3% untuk *Type II*. Jika menggunakan data 2 tahun sebelum *distress*, akurasinya mencapai 83%.

Altman (1983) melakukan revisi atas modelnya untuk mendapat hasil yang lebih akurat untuk kondisi perusahaan yang berbeda. Jika perusahaan tidak *go public* maka nilai pasar saham tidak bisa dihitung sehingga Altman menggunakan nilai buku saham biasa dan saham preferen untuk mengganti nilai pasar saham dan kemudian mengembangkan model diskriminan kebangkrutan menjadi :

$$Z\text{-score} = 0,717 \text{ WC/TA} + 0,847 \text{ RE/TA} + 3,107 \text{ EBIT/TA} + 0,42 \text{ MVE/BVD} + 0,998 \text{ S/TA} \quad \dots\dots\dots(2.4)$$

Altman (1983) menggunakan nilai *cutoff* yang berbeda untuk model ini, yaitu 2,9 dan 1,23. Interpretasi *cutoff* sama seperti model sebelumnya, yaitu nilai Z di atas 2,9 berarti perusahaan tidak mengalami financial distress. Lalu nilai Z di antara 1,23 sampai 2,90 berarti perusahaan termasuk dalam *grey area*. Terakhir jika nilai Z di bawah 1,23 berarti perusahaan akan mengalami financial distress.

Dalam revisi terbarunya, Altman (1995) mengeluarkan model khusus untuk perusahaan non manufaktur. Perbedaan utama dengan model pertama Altman adalah perusahaan non manufaktur memiliki rasio *turnover* yang sangat berbeda dengan perusahaan manufaktur. Hal ini mempengaruhi variabel *sales/total asset* di model 2.3. Untuk itu, model direvisi menjadi sebagai berikut :

$$Z\text{-score} = 6,56 \text{ WC/TA} + 3,26 \text{ RE/TA} + 6,72 \text{ EBIT/TA} + 1,05 \text{ MVE/BVD} \quad \dots\dots\dots(2.5)$$

Altman (1995) menentukan nilai *cutoff* untuk model ini yaitu 2,6 dan 1,1 . interpretasi *cutoff* sama seperti model sebelumnya, yaitu nilai Z di atas 2,6 berarti perusahaan tidak mengalami *financial distress*. Lalu nilai Z antara 1,1 dan 2,6 berarti perusahaan berada dalam *gray area*. Terakhir, nilai Z di bawah 1,1 berarti perusahaan akan mengalami *financial distress*.

2.4 Penelitian Terdahulu

Permasalahan *agency conflict* terkait dengan keberadaan *agency cost* yang pada akhirnya mempengaruhi *financial decision making* telah menarik perhatian yang sangat besar dari para peneliti, terlebih semenjak penelitian Jensen dan

Meckling (1976) serta Jensen (1986) yang menyatakan bahwa kebijakan utang mampu mengurangi *agency cost* yang terkait dengan *free cash flow*.

Di Indonesia, penelitian mengenai kebijakan utang dalam struktur modal dan *agency cost* dilakukan oleh Fachrudin (2011), dengan menggunakan proksi *agency cost* yang berbeda dengan Jensen (1986), yaitu dengan menggunakan rasio *discretionary expense* dibagi dengan total penjualan. *Discretionary expense* yang digunakan dalam penelitian Fachrudin (2011) ini adalah penjumlahan dari beban operasi, beban non operasi, beban bunga, gaji serta upah.

Hasilnya memperlihatkan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap *agency cost*. Hasil ini dijelaskan dengan menguji 42 sampel perusahaan yang bergerak dalam industri dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009. Temuan ini menemukan bahwa rata-rata rasio utang terhadap ekuitas adalah 0,59 dengan standar deviasi 0,88. Jumlah yang tidak tinggi ini mengindikasikan bahwa perusahaan tidak sedang dalam kesulitan keuangan sehingga terdapat kemungkinan bahwa manajer tidak berhati-hati dalam pengeluaran *discretionary expense*, sebagai salah satu faktor untuk menghitung *agency cost*, karena itu pengaruh struktur modal terhadap *agency cost* adalah positif.

Hasil serupa juga ditemukan oleh penelitian Lin (2006), dimana kebijakan utang dalam struktur modal meningkatkan *agency cost*. Penelitian ini menunjukkan bahwa jika hal-hal lain dianggap tetap, maka peningkatan utang sebesar 1% akan meningkatkan *agency cost* yang diprosikan oleh perbandingan *discretionary expense* dengan total penjualan bersih, sebesar 0,333%. Hal tersebut disebabkan karena beban bunga utang yang meningkat seiring dengan peningkatan utang.

Penelitian yang sama juga dilakukan oleh Wu (2004) dan hasilnya serupa dengan penelitian oleh Fachrudin (2011). Hasil penelitian Wu (2004) pada 833 observasi perusahaan terdaftar di Jepang antara tahun 1992 sampai 2000, memperlihatkan adanya hubungan signifikan positif antara *leverage* dan *agency cost*. Penelitian ini menggunakan *free cash flow* sebagai proksi atas *agency cost* sesuai dengan yang dikemukakan Jensen (1986) bahwa manajer (agen) bisa menggunakan *free cash flow* untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif

dibandingkan dengan mengembalikan *free cash flow*, sebagai dividen kepada pemegang saham.

Penelitian Kayakachoian (2001) memberikan hasil yang berbeda yaitu terdapat hubungan negatif antara rasio utang dengan *agency cost* yang diprosikan dengan *free cash flow*. Penelitian ini memberikan implikasi kepada pemegang saham dalam memberi pengertian bahwa utang dapat menurunkan *agency cost*. Pada saat *outstanding debt* tinggi, manajemen tidak dapat membuang-buang uang pada proyek yang memiliki NPV negatif. Saat manajemen menggunakan utang, pemegang saham akan menyadari bahwa akan sangat berisiko bagi manajemen jika tidak menghasilkan *profit*, karena manajemen akan kehilangan posisinya jika terjadi kebangkrutan.

Kemudian, Singh dan Davidson (2003) juga menunjukkan temuan yang menarik berkenaan dengan peran *leverage* yang berbeda dalam menentukan *agency cost* di perusahaan besar dengan perusahaan kecil. Ditemukan bahwa *leverage* tidak mempengaruhi *agency cost* kecuali pada perusahaan besar, yaitu hubungan negatif antara rasio *leverage* dengan rasio beban SG&A. Ang, Cole dan Lin (1999) dalam Singh dan Davidson (2003) juga menyimpulkan bahwa *agency cost* yang semakin rendah diakibatkan oleh rasio *leverage* yang semakin tinggi.

Zhang dan Li (2008) juga meneliti pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal pada *agency cost*. Bermula dari *agency cost hypothesis* yang diajukan oleh Grossman dan Hart (1982) serta Williams (1987) yang berpendapat bahwa rasio *leverage* yang tinggi akan menurunkan *agency cost* dan meningkatkan nilai perusahaan. Menurut Ang et. al (2000) dalam Zhang dan Li (2008) *leverage* yang tinggi juga akan menurunkan *agency cost* melalui mekanisme pengawasan oleh kreditur. Sehingga, hal ini akan mendorong manajemen untuk bertindak lebih sejalan dengan kepentingan pemegang saham.

Dalam penelitian Zhang dan Li (2008) ditemukan bukti empiris atas *agency cost hypothesis* dengan melakukan pengujian *multivariate* dan *univariate* berdasarkan data dari 323 perusahaan Inggris yang terdaftar di *FTSE ALL SHARE index*. Dalam pengujian *multivariate*, dibuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan *agency cost* pada level signifikan 10%. Menurut peneliti, pengujian *multivariate* yang dilakukan tampaknya terlalu umum. Sehingga

dilakukan pengujian *univariate* yang menguji hubungan *leverage* dan *agency cost* secara lebih spesifik. Pengujian *univariate* fokus pada signifikansi perbedaan *agency cost* dengan tingkat *leverage* yang tinggi dan tingkat *leverage* yang rendah. Hasilnya tidak berbeda dengan hasil dari pengujian *multivariate*, dimana peningkatan *leverage* akan menurunkan *agency cost*.

Selanjutnya adalah penelitian yang dilakukan oleh McKnight dan Weir (2009) yang menyimpulkan bahwa penelitiannya sejalan dengan penelitian Jensen (1986), karena hasilnya membuktikan bahwa perusahaan dengan utang yang lebih tinggi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *agency cost*. Jensen dan Meckling (1976) dalam McKnight dan Weir (2009) mengatakan bahwa pengawasan ketat oleh kreditur atas perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi merupakan salah satu cara agar manajer tidak memiliki kesempatan untuk bertindak *perquisite*. Oleh karena itu, tingkat utang yang tinggi menurunkan *agency cost*.

Secara ringkas hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* tercantum dalam tabel 2.1 :

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Hasil Penelitian
1	Kayakachoian (2001)	Terdapat hubungan negatif antara rasio utang dengan <i>agency cost</i> yang diprosikan dengan <i>free cash flow</i> .
2	Singh dan Davidson (2003)	Menunjukkan bahwa <i>leverage</i> tidak berpengaruh terhadap <i>agency cost</i> , kecuali pada perusahaan besar.
3	Wu (2004)	Terdapat hubungan signifikan positif antara <i>leverage</i> dan <i>agency cost</i> .
4	Lin (2006)	Kebijakan utang yang meningkat dalam struktur modal meningkatkan <i>agency cost</i>
5	Zhang dan Li (2008)	Dalam pengujian <i>multivariate</i> , dibuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara <i>leverage</i> dan <i>agency cost</i> . Hasil yang tidak jauh berbeda juga dihasilkan oleh pengujian <i>univariate</i> .

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu (*Lanjutan*)

6	McKnight dan Weir (2009)	Perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi mempengaruhi <i>agency cost</i> secara negatif signifikan.
7	Fachrudin (2011)	<i>Debt to equity ratio</i> sebagai proksi atas struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>agency cost</i> , yang diproksikan dengan <i>discretionary expense</i> dibandingkan dengan total penjualan.

2.5 Perumusan Hipotesis

Penelitian penulis merupakan kelanjutan dari penelitian Fachrudin (2011) yang menemukan bahwa struktur modal perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *agency cost* pada perusahaan yang tidak berada dalam kondisi *financial distress*. Perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* artinya bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi baik, karena tidak memiliki kesulitan dana untuk menutupi kewajiban perusahaan atau kesulitan likuiditas yang diawali dengan kesulitan ringan sampai pada kesulitan serius, yaitu jika utang lebih besar dibandingkan dengan aset.

Namun, Grossman dan Hart (1982) menambahkan bahwa kemungkinan kebangkrutan bisa menjadi insentif bagi manajemen untuk tidak berperilaku yang tidak mensejahterakan pemegang saham. Insentif tersebut dimulai dari ketika manajer tidak mengejar profit yang tinggi, maka kemungkinan perusahaan untuk bangkrut akan semakin meningkat. Jika *benefits* yang diterima manajer dari perusahaan hilang karena terjadinya kebangkrutan, maka manajer akan cenderung memilih untuk memaksimalkan profit bagi pemegang saham. Daripada manajer harus menanggung risiko yang berujung pada bangkrutnya perusahaan karena lebih mementingkan pemenuhan *perquisites consumption*-nya ketimbang memaksimalkan profit bagi pemegang saham.

Dari hasil penelitian Fachrudin (2011) serta penelitian Grossman dan Hart (1982) maka hipotesis pertama yang diajukan adalah :

H1 : Terdapat perbedaan pengaruh penggunaan utang antara perusahaan yang mengalami maupun tidak mengalami *financial distress* terhadap *agency cost*.

Fachrudin (2011) menambahkan bahwa perusahaan yang tidak dalam kondisi *financial distress* memiliki kecenderungan untuk tidak berhati-hati dalam pengeluaran *discretionary expense*. Oleh karena itu pengaruh struktur modal terhadap *agency cost* tidak negatif, melainkan positif.

Selain itu penelitian Wu (2004) juga menyatakan bahwa meskipun manajer telah meningkatkan kebijakan utangnya, manajer bisa saja tetap menggunakan *free cash flow*, untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif dibandingkan dengan mengembalikan *free cash flow* tersebut sebagai dividen kepada pemegang saham.

Sehingga diduga bahwa penggunaan utang dalam struktur modal berpengaruh positif terhadap *agency cost* pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*, artinya semakin tinggi penggunaan utang dalam struktur modal yang diukur dengan rasio *leverage*, yaitu *Debt to Equity Ratio* maka akan diikuti dengan kenaikan *agency cost*. Hal ini juga berarti mekanisme pengendalian dari penggunaan utang terhadap *agency cost* yang dikemukakan Jensen dan Meckling (1976) tidak dapat diterapkan pada perusahaan yang sedang tidak mengalami *financial distress*. Hipotesis kedua yang diajukan adalah sebagai berikut :

H2 : Penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* berpengaruh positif terhadap *agency cost*.

Penelitian Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa efek dari penggunaan utang dalam struktur modal (*leverage*) pada total *agency cost* tidaklah selalu *monotonic*. Artinya, ketika proporsi utang pada total modal meningkat melebihi level tertentu, kerugian justru akan semakin meningkat akibat nilai NPV yang negatif. Hal ini akan berdampak negatif bagi perusahaan, karena perusahaan dinilai tidak akan bisa membayar kewajiban utangnya, sehingga *financial distress* bahkan kebangkrutan bisa terjadi (Terje et.al. 2006).

Hal senada juga dinyatakan oleh Brigham dan Daves (2004) yang menyatakan bahwa penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal dapat

menimbulkan ancaman penurunan kondisi keuangan dan kebangkrutan sehingga mengurangi *agency cost*. Hal tersebut terjadi karena manajer akan mengurangi pengeluaran yang tidak penting agar dapat membayar utangnya.

Oleh karena itu ketika perusahaan memiliki utang kemudian berada dalam kondisi *financial distress*, diduga bahwa manajemen akan ditekan agar menggunakan dana *idle* yang ada untuk membayar bunga utang tersebut. Jika ditambah dengan kondisi *financial distress* yang dihadapi perusahaan, maka akan semakin mengurangi pengeluaran yang tidak memaksimalkan nilai pemegang saham. Dengan kata lain, utang akan mengurangi biaya keagenan yang terjadi antara manajemen dan pemegang saham pada perusahaan yang sedang mengalami *financial distress*.

Hasil ini sejalan dengan dengan Jensen dan Meckling (1976) dalam Cao (2006) yang menyatakan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran yang tidak penting dan memberi dorongan pada manajer untuk mengoperasikan perusahaannya dengan lebih efisien, khususnya kehati-hatian manajer dalam pengeluaran kas yang terjadi pada saat perusahaan yang memiliki banyak utang sedang berada dalam kondisi *financial distress*.

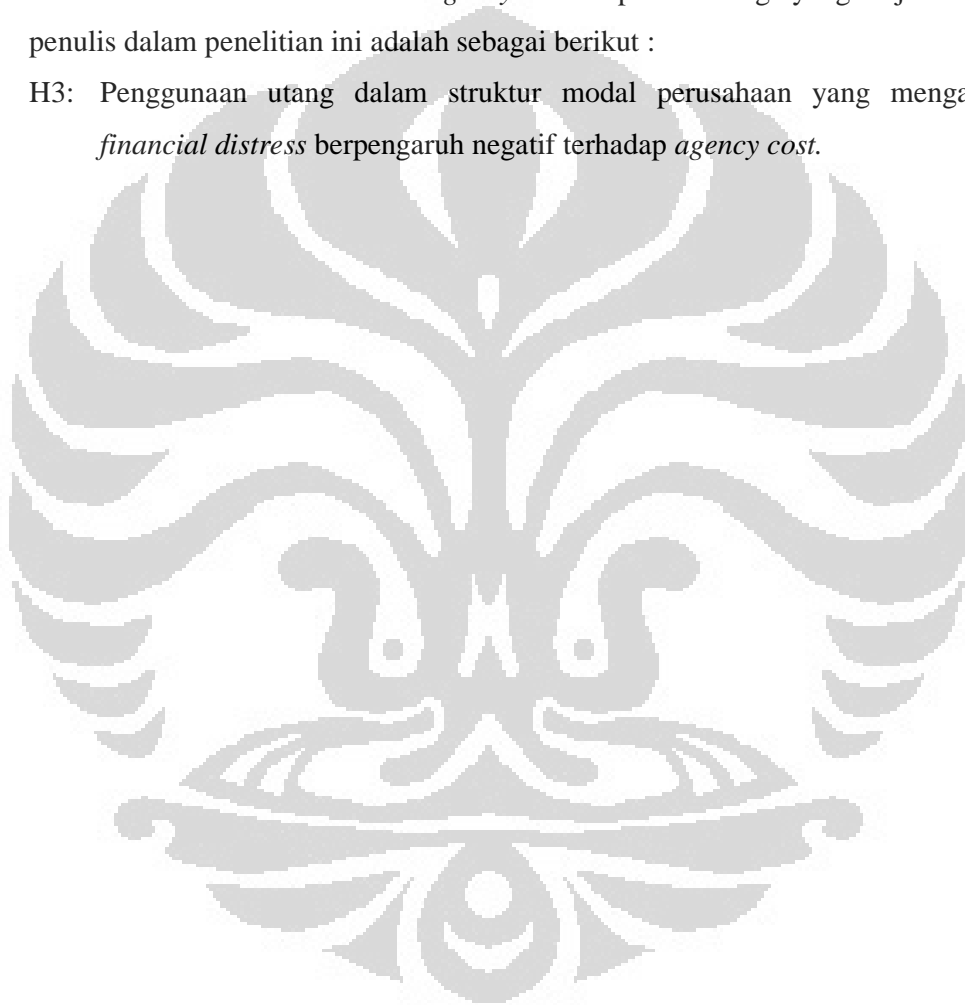
Fachrudin (2007) memberikan contoh kehati-hatian manajer dalam pengeluaran kas pada perusahaan yang sedang memiliki banyak utang dan berada dalam kondisi *financial distress*, yaitu pengurangan jumlah karyawan dan pembelanjaan aset. Hal ini nyata terjadi pada saat krisis ekonomi melanda Indonesia pada tahun 1997-2000 dimana perusahaan yang sedang tidak mengalami *financial distress* juga melakukan penghematan biaya (Fachrudin, 2007).

Gary Kayakachoian (2001) juga berpendapat bahwa utang dapat menurunkan *agency cost*, karena pada saat *outstanding debt* tinggi, manajemen tidak dapat membuang-buang uang pada proyek yang memiliki NPV negatif. Grossman dan Hart (1982) dalam Kayakachoian (2001) menyatakan bahwa terdapat efek insentif yang ditimbulkan dari kemungkinan kebangkrutan perusahaan akibat utang yang tinggi. Ketika timbul kemungkinan kebangkrutan maka manajemen akan berusaha untuk mengejar profit untuk terhindar dari

kondisi kebangkrutan tersebut. Artinya, manajemen lebih mementingkan untuk mensejahterakan pemegang saham daripada melakukan *perquisite consumption*.

Oleh karena itu, dapat diduga bahwa terdapat pengaruh negatif antara penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* pada perusahaan yang sedang mengalami *financial distress*. Artinya, semakin tingginya penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan yang mengalami *financial distress* maka akan menurunkan *agency cost*. Hipotesis ketiga yang diajukan oleh penulis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H3: Penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan yang mengalami *financial distress* berpengaruh negatif terhadap *agency cost*.



BAB 3 METODE PENELITIAN

3.1 Kerangka Penelitian

Masalah keagenan muncul ketika pemilik perusahaan (prinsipal) mendelegasikan tugas-tugas pengelolaan perusahaan kepada manajer (agen). Manajer, sebagai pihak yang diberi tanggungjawab menjalankan perusahaan terkadang bertindak tidak sesuai dengan tujuan awal perusahaan yaitu mensejahterakan pemegang saham. Hal ini disebabkan oleh manajer memiliki kepentingan lain dalam perusahaan, yaitu mensejahterakan dirinya lewat insentif yang diberikan.

Untuk mendapatkan insentif yang tinggi, bonus dan reputasi yang baik serta terhindar dari kehilangan pekerjaan, para manajer perusahaan mendorong perusahaan untuk dapat menghasilkan pendapatan yang besar. Namun terkadang usahanya tersebut bertentangan dengan kehendak pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976).

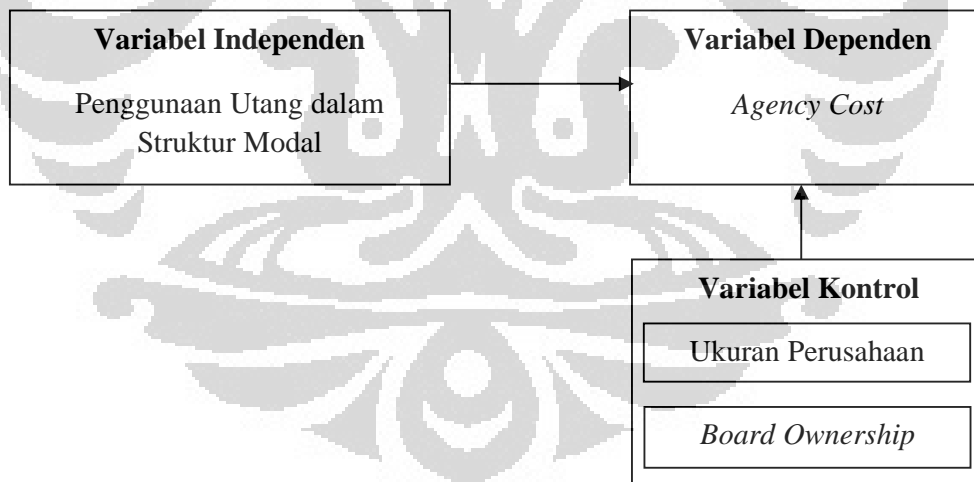
Untuk mencegah hal tersebut terjadi, pemegang saham atau prinsipal ini mengeluarkan sejumlah biaya untuk mengontrol tindakan oportunistik manajemen. Biaya tersebut disebut sebagai *agency cost*. Pengeluaran atas *agency cost* oleh prinsipal ini dapat dikurangi dengan beberapa mekanisme yaitu salah satunya dengan penggunaan utang.

Menurut penelitian Fachrudin (2011) dan Wu (2006) penggunaan utang justru meningkatkan *agency cost*, namun terjadi pada perusahaan yang tidak sedang mengalami kondisi penurunan keuangan atau *financial distress*. Kemudian dikarenakan efek dari penggunaan utang dalam struktur modal (*leverage*) pada total *agency cost* tidaklah selalu *monotonic* (Jensen dan Meckling, 1976). Maka ada kemungkinan bahwa ketika perusahaan memiliki utang diatas level tertentu akan menimbulkan kondisi *financial distress*. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi dan dalam kondisi *financial distress* akan terdorong untuk mengurangi pengeluaran yang tidak penting agar dapat membayar utangnya, sehingga *agency cost* juga akan menurun (Brigham dan Daves, 2004).

Pada penelitian ini, penulis akan menguji pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* pada perusahaan yang mengalami *financial distress* maupun yang tidak mengalami *financial distress*. Variabel penelitian penulis terdiri dari variabel dependen yaitu *agency cost* yang diproksikan dengan dua perhitungan, yaitu rasio beban *Selling, General and Administrative* dibagi dengan total penjualan sesuai penelitian Singh dan Davidson (2003) dan interaksi antara *free cash flow* dengan prospek pertumbuhan sesuai penelitian McKnight dan Weir (2009). Variabel independen yaitu penggunaan utang dalam struktur modal yang diproksikan dengan rasio *leverage*. Serta variabel kontrol, yaitu ukuran perusahaan dan *board ownership* yang dimasukkan ke dalam penelitian untuk mengendalikan atau menghilangkan pengaruh tertentu pada model penelitian.

Hubungan beberapa variabel tersebut dituangkan dalam gambar skematis model penelitian pada gambar 3.1 sebagai berikut :

Gambar 3.1
Kerangka Penelitian



3.2 Operasionalisasi Variabel

Variabel dalam penelitian ini adalah : penggunaan utang dalam struktur modal, ukuran perusahaan, *board ownership* dan *agency cost*.

3.2.1 Variabel Dependen

Variabel dependen adalah variabel yang dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *agency cost* yang diproksikan dengan 2 variabel, yaitu:

1. Rasio beban *Selling, General and Administrative* (SG&A) dibagi dengan total penjualan.

Formula :

$$\frac{\text{Beban *Selling, General \& Administrative*}}{\text{Total Penjualan Bersih}} \dots\dots\dots(3.1)$$

Dalam formula ini beban *Selling, General & Administrative* adalah seluruh beban yang dikeluarkan perusahaan untuk bisa melakukan penjualan serta beban umum administratif lainnya. Sementara total penjualan bersih adalah total penjualan yang sudah dikurangi dengan seluruh diskon, retur dan *allowance*.

Singh dan Davidson (2003) menggunakan rasio ini dalam mengukur pembayaran dan konsumsi berlebihan yang dilakukan oleh manajemen. Selain itu beban SG&A dianggap mencerminkan diskresi manajemen dalam membelanjakan sumber daya perusahaan. Beban SG&A terdiri dari beban gaji, yang merupakan elemen penting dari total *benefits* yang mengalir ke manajemen, serta beban sewa, utilitas, *lease payments* dan perlengkapan yang mencerminkan beban-beban atas bangunan kantor, *furnishings, automobiles* dan fasilitas serupa lainnya. Beban SG&A juga merepresentasikan beban iklan dan penjualan yang bisa dijadikan kamufase atas tindakan *perquisite* manajemen.

2. Interaksi *free cash flow* dengan prospek pertumbuhan

Jensen (1986); Ang et al. (2000); dan Singh and Davidson (2003), berpendapat bahwa *agency cost* akan tinggi saat *free cash flow* yang tinggi dikombinasikan dengan kesempatan pertumbuhan yang rendah. Sesuai dengan penelitian 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 pada sampel.

Tobin's Q :

$$\frac{(\text{Harga Saham} \times \text{Jumlah Saham Beredar}) + \text{Total Utang}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(3.2)$$

Harga saham dan jumlah saham beredar yang ada dalam formula ini adalah harga saham dan jumlah saham beredar pada tanggal 31 Desember 2010 dan tercantum di laporan tahunan perusahaan. Sementara total utang dan total aset perusahaan adalah seluruh utang dan aset perusahaan yang ada dalam laporan posisi keuangan perusahaan pada periode 2010.

Kemudian hasil *dummy test* tersebut lalu dikali dengan FCF, yang sebelumnya dihitung dengan formula sebagai berikut :

$$\frac{\text{Laba Operasi} + \text{Penyusutan} - (\text{Bunga} + \text{Pajak} + \text{Dividen})}{\text{Total Aset}} \dots\dots(3.3)$$

Laba operasi adalah laba yang dihasilkan atas operasi normal perusahaan. Penyusutan dalam formula ini adalah alokasi biaya atas aset tetap perusahaan. Sementara itu bunga, pajak dan dividen yang digunakan dalam formula ini merupakan beban bunga atas utang bank, beban pajak penghasilan dan dividen yang dibayarkan pada periode 2010.

Semua perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi akan bernilai 0 dan yang rendah akan diukur berdasarkan FCF yang telah dihitung. Oleh karena itu untuk mendapatkan nilai *agency cost*, hasil *dummy test* akan dikalikan dengan FCF dengan formula sebagai berikut :

$$\text{Agency Cost} = \text{Dummy Variable} \times \text{Free Cash Flow} \dots\dots\dots(3.4)$$

3.2.2 Variabel Independen

Variabel independen merupakan variabel yang diduga sebagai sebab atas variabel dependen atau terpengaruhnya variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diproksikan dengan rasio *leverage*, yaitu *Debt to Equity Ratio* (DER) yang digunakan untuk mengukur penggunaan total utang terhadap total *stakeholder's equity* yang dimiliki perusahaan. DER dirumuskan sebagai berikut :

$$\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots(3.5)$$

Total utang sendiri diperoleh dengan mengurangi total kewajiban jangka panjang dengan utang-utang yang dianggap tidak dapat menurunkan kondisi keuangan perusahaan dan menambahkan komponen utang jangka panjang yang telah jatuh tempo satu tahun, yaitu sebagai berikut :

$$\text{Total Utang} = \text{Total Kewajiban Jangka Panjang} - \text{Postretirement Benefit} - \text{DTL} - \text{capital lease payable} + \text{Current Portion of Long Term Debt} \dots\dots\dots(3.6)$$

Postretirement benefit dalam formula ini adalah jumlah beban pensiun dan *benefit* yang akan dibayarkan kepada karyawan selama masa pensiun. Sementara DTL atau *Deferred Tax Liability* adalah kenaikan *tax payable* di masa yang akan datang akibat perbedaan temporer antara PPh terutang dengan beban pajak. Kemudian, *capital lease payable* adalah nilai utang yang muncul pada bagian utang jangka panjang akibat adanya perjanjian *leasing*. Sementara *current portion of long term debt* dalam formula ini adalah bagian dari utang jangka panjang yang jatuh tempo dalam satu tahun, contohnya adalah utang obligasi dan wesel hipotik.

3.2.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel lain yang diduga juga berpengaruh terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini variabel kontrol yang digunakan oleh peneliti, yaitu :

1. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai ekuitas, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aset dari suatu perusahaan. Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Saidi (2004) dan Naiker et.al (2008) dalam Fachrudin (2011), maka ukuran perusahaan diukur melalui nilai logaritma natural dari total aset perusahaan.

Selain itu, ukuran perusahaan juga dapat dipandang sebagai proksi untuk asimetri informasi antara perusahaan dan pemegang saham (Prasad et al, 2001). Semakin besar perusahaan maka semakin banyak informasi yang tersedia baginya dan karenanya mengurangi biaya akibat asimetri informasi. Hal ini mengestimasi adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan *agency cost* (Huzaimah, 2004).

Singh dan Davidson (2003) juga berpendapat bahwa ukuran perusahaan berhubungan terbalik dengan *agency cost*, karena pengaruh skala ekonomi dan diversifikasi bisnis pada perusahaan besar membuat perusahaan besar dapat menghasilkan penjualan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil. Sehingga *agency cost* yang diproksikan dengan rasio beban *Selling, General & Administrative* dibagi dengan total penjualan menjadi kecil seiring dengan ukuran perusahaan yang bertambah besar.

Namun, penelitian Doukas et. al (2000) dalam Singh dan Davidson (2003) menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung memiliki *agency cost* yang tinggi akibat kompleksitas informasi yang diterima oleh pemegang saham yang lebih banyak ditemukan dalam perusahaan besar.

2. *Board ownership*

Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa keberadaan *board ownership* ikut memberikan kontribusi atas keselarasan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Artinya bahwa *board ownership* dipandang sebagai mekanisme lain, selain penggunaan utang dalam menurunkan

agency cost. Karena *board ownership* dipandang dapat mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer (Jensen dan Meckling, 1976).

Kren dan Kerr (1997) juga menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh dewan direksi dan dewan komisaris manajemen akan memberikan insentif baginya untuk bertindak sebagai pemilik perusahaan, khususnya dalam upaya pengawasan perusahaan. Oleh karena itu, *board ownership* yang tinggi seharusnya dapat mengurangi *agency cost* (McKnight dan Weir, 2009).

Haryono (2005), juga menyatakan bahwa cara yang dapat ditempuh untuk mereduksi *agency cost* salah satunya adalah melalui peningkatan *boards ownership*. Alasannya adalah karena manajemen yang memiliki kepemilikan saham dalam perusahaan akan bertindak sebagai pemilik perusahaan. Dimana sebagai pemilik perusahaan, manajemen akan merasakan langsung manfaat dan konsekuensi atas keputusan yang diambilnya (Sulistiyanto, 2004).

Pada dasarnya, sifat dari struktur kepemilikan perusahaan akan mempengaruhi *agency conflict* yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham, ataupun di antara para pemegang saham. Struktur kepemilikan yang menyebar, seperti perusahaan di Amerika dan Inggris, *agency conflict* muncul dari konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer (Jensen dan Meckling, 1976).

Di lain sisi, ketika struktur kepemilikan terkonsentrasi pada level tertentu (terutama di Asia) yang menyebabkan pemegang saham memiliki kontrol atas perusahaan, maka *agency conflict* bukan lagi konflik antara manajer-pemegang saham. *Agency conflict* akan bergeser menjadi konflik antara pemegang saham mayoritas (termasuk manajer) dengan pemegang saham minoritas (Claessens dan Fan, 2002). Oleh karena itu pengaruh *board ownership* positif terhadap *agency cost*, karena *board* pada kondisi ini merepresentasikan pemegang saham mayoritas (Claessens dan Fan, 2002).

Board ownership dalam penelitian ini diukur dengan menjumlahkan presentase kepemilikan saham oleh dewan direksi dan dewan komisaris. Data ini diperoleh dari laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan terkait.

Definisi operasional variabel secara terperinci disajikan dalam tabel 3.1, sebagai berikut :

Tabel 3.1
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Rumus	Keterangan
1	Debt to Equity Ratio (DER)	$\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$	Rasio antara total utang dan ekuitas
2	<i>Agency Cost</i> (AC)	$\frac{\text{Beban SG\&A}}{\text{Total Penjualan Bersih}}$	Rasio antara beban SG&A dan total penjualan
		<i>Dummy Variable</i> x <i>Free Cash Flow</i>	Rasio untuk interaksi antara prospek pertumbuhan dengan <i>free cash flow</i>
3.	Ukuran Perusahaan (SIZE)	Ln (Total Aset)	Logaritma Natural dari Total Aset
4.	<i>Board ownership</i> (BOARDOWN)	\sum persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh dewan direksi dan dewan komisaris dalam perusahaan	Total presentase <i>board ownership</i>

3.3 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang memiliki laporan keuangan yang lengkap dan dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Sedangkan sampelnya adalah perusahaan manufaktur yang dibagi menjadi dua kategori, yaitu perusahaan manufaktur yang mengalami *financial distress* dan yang tidak mengalami *financial distress* selama periode penelitian yaitu tahun 2010. Metode pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu

pemilihan sampel perusahaan selama periode penelitian berdasarkan kriteria tertentu. Adapun tujuan dari metode ini adalah untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Beberapa kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian yaitu mulai dari 1 Januari 2010 sampai dengan 31 Desember 2010
2. Laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan sampel adalah laporan keuangan yang sudah diaudit untuk periode yang berakhir pada tanggal 31 Desember
3. Memiliki tanggal tutup buku 31 Desember
4. Data yang lengkap dalam laporan keuangan untuk pengukuran keseluruhan variabel
5. Perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* memiliki nilai ekuitas positif

Menurut Emery, Finnery & Stowe (2004), *financial distress* adalah kondisi dimana total nilai utang perusahaan melebihi nilai total aset perusahaan atau ketika nilai ekuitas perusahaan negatif. Oleh karena itu, nilai ekuitas untuk perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* tidak boleh negatif, karena tidak relevan dengan kondisi dan definisi untuk perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Penelitian penulis bersifat kuantitatif. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2010 yang diperoleh dengan cara mengunduh melalui website BEI, yaitu www.idx.co.id. Selain itu, pengumpulan data sekunder dilaksanakan dengan melaksanakan studi literatur dengan cara mempelajari serta menelaah buku, jurnal dan informasi yang berhubungan dengan masalah penelitian dalam rangka mendapatkan landasan teori dalam melakukan analisis.

3.5 Metode Analisis Data

Analisis yang dilakukan terhadap data yang telah dikumpulkan adalah analisis pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal yang diproksi melalui rasio *leverage* DER terhadap *agency cost* dengan menggunakan ukuran perusahaan (*SIZE*) dan *board ownership* (*BOARDOWN*) sebagai variabel kontrol. Dalam menguji kedua hipotesis dalam penelitian digunakan analisis regresi sebagai berikut :

1. Analisis regresi untuk menguji keseluruhan sampel yang berjumlah 138 perusahaan dengan menambahkan variabel dummy dimana perusahaan yang mengalami *financial distress* akan diberi skor 1 dan perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* akan diberi skor 0.

$$AC1_i = \beta_0 + \beta_1 DER_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 BOARDOWN_i + Dummy_i + \varepsilon \dots\dots\dots (3.7)$$

dan

$$AC2_i = \beta_0 + \beta_1 DER_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 BOARDOWN_i + Dummy_i + \varepsilon \dots\dots\dots (3.8)$$

2. Analisis regresi untuk menguji masing-masing kategori sampel yang sudah dibagi menjadi dua kategori dengan menggunakan metode *z-score* Altman (1968), yaitu 62 perusahaan yang mengalami *financial distress* dan 76 perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*.

$$AC1_i = \beta_0 + \beta_1 DER_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 BOARDOWN_i + \varepsilon \dots\dots\dots (3.9)$$

dan

$$AC2_i = \beta_0 + \beta_1 DER_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 BOARDOWN_i + \varepsilon \dots\dots\dots (3.10)$$

Dimana :

AC1 = *Agency Cost*, dengan proksi rasio beban SG&A dibagi total penjualan

AC2 = *Agency Cost*, dengan proksi interaksi prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*

β_0 = Koefisien Persamaan Regresi

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Koefisien Perubahan Nilai

DER = Struktur modal (*debt to equity ratio*)

SIZE	= Ukuran Perusahaan
BOARDOWN	= <i>Board ownership</i>
Dummy	= Skor 0 untuk perusahaan yang tidak mengalami <i>financial distress</i> dan skor 1 untuk perusahaan yang mengalami <i>financial distress</i>
ε	= <i>error</i> , simbol tidak ada kesalahan praktis dalam perhitungan

Untuk mengetahui apakah model regresi benar-benar menunjukkan hubungan yang signifikan dan representatif maka model tersebut harus memenuhi uji asumsi klasik.

3.5.1 Uji Asumsi Klasik

Pengujian terhadap penyimpangan asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji normalitas, multikolinearitas, autokorelasi dan heterokedastisitas.

1. Uji normalitas

Menurut Ghozali (2007), uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah apabila keduanya mempunyai distribusi normal atau mendekati normal. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu dari grafik *normal probability plot*. Jika titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal maka data tersebut berdistribusi normal.

Untuk mengetahui apakah suatu data tersebut normal atau tidak secara statistik maka dilakukan uji normalitas menurut Uji Augmented Dickey-Fuller yaitu uji akar-unit yang menunjukkan bahwa data tidak stasioner. Data yang dikatakan stasioner adalah data yang bersifat flat, tidak mengandung komponen tren, dengan keragaman yang konstan, serta tidak terdapat fluktuasi periodik.

Dasar pengambilan keputusan normal atau tidaknya data yang akan diolah adalah sebagai berikut :

- Apabila nilai probabilitas lebih besar dari tingkat signifikan, berarti data tidak stasioner artinya data tidak terdistribusi normal

- b. Apabila nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikan, berarti data telah stasioner artinya data terdistribusi normal

2. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas didefinisikan sebagai hubungan linear sempurna atau hampir sempurna diantara 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). 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 multikolinearitas 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 kolinear dari model, mentransformasikan variabel dan mencari data tambahan.

3. Uji Autokorelasi

Autokorelasi akan terjadi apabila munculnya suatu data dipengaruhi oleh data sebelumnya. Dengan kata lain, pengujian ini dimaksudkan untuk

melihat adanya hubungan antara data (observasi) satu dengan data yang lainnya dalam 1 variabel. Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi dapat digunakan metode grafik maupun uji Durbin Waston (DW). Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi, bila :

- a. Nilai DW terletak antara batas atas atau *upper bound* (du) dan $(4-du)$ maka koefisien autokorelasinya sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.
- b. Nilai DW lebih rendah dari batas bawah atau *lower bound* (dl) maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol, berarti ada autokorelasi positif.
- c. Nilai DW lebih besar dari $(4-dl)$ maka koefisien autokorelasinya lebih kecil daripada nol, berarti autokorelasinya negatif.
- d. Nilai DW terletak antara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak antara $(-4-du)$ dan $(4-dl)$ maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

Namun dalam penelitian ini tidak dilakukan uji autokorelasi karena penelitian penulis bersifat *cross section*.

4. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah pelanggaran asumsi dimana varians setiap *error* dari variabel bebas tidak konstan dari waktu ke waktu. Pelanggaran ini menyebabkan hasil estimasi dengan *Ordinary Least Square* (OLS) menghasilkan parameter yang bias, dan tidak efisien meskipun konsisten. Pengujian terhadap heteroskedastisitas pada metode OLS dapat menggunakan uji White.

Melalui bantuan *software* pengelolaan data *Eviews 6.0* uji White dapat dilakukan dengan menggunakan fasilitas *White Heterocedasticity* (*cross term*) karena penelitian ini memiliki banyak variabel bebas. Ho pengujian ini adalah “tidak ada heteroskedastisitas”. Maka, jika hasil *F-statistic White Heterocedasticity Probability* lebih kecil dari pada tingkat kepercayaan $\alpha = 5\%$ berarti tidak cukup bukti untuk menyatakan tidak ada heteroskedastisitas.

Menghilangkan heterokedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan metode *Generalized Least Square*. Cara lain yang bisa dilakukan untuk menghilangkan heterokedastisitas adalah menggunakan *White Heteroskedasticity-Consistent Standard Error & Covariance* saat melakukan regresi dengan Eviews 6.0 sebagai sebuah langkah preventif.

Uji heterokedastisitas dilakukan untuk menguji apakah ada gejala heterokedastisitas dalam model penelitian ini. Gejala Heterokedastisitas banyak di jumpai pada data *cross sectional*, karena pengamatan dilakukan pada banyak objek yang berbeda di waktu yang sama.

3.5.2 Uji Hipotesis

Setelah dilakukan pengujian terhadap asumsi-asumsi mengenai *error*, maka selanjutnya adalah melakukan uji hipotesis yang telah dibuat sebelumnya. Pengujian yang dilakukan untuk menguji hipotesis tersebut adalah sebagai berikut:

1. Uji-F

Untuk mengetahui ada atau tidaknya pengaruh dari variabel-variabel independen secara keseluruhan dengan variabel dependen maka dilakukanlah uji-F. Hipotesis untuk melakukan uji-F adalah sebagai berikut:

H_0 : Variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

H_1 : Variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

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. Hipotesa untuk melakukan uji-t adalah sebagai berikut:

H_0 : Variabel independen x tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

H_1 : Variabel independen x berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

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).

BAB 4

ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN

4.1 Seleksi Sampel

Pada penelitian ini, sampel yang digunakan penulis adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010, yang terbagi menjadi dua kelompok, yaitu perusahaan yang mengalami *financial distress* dan yang tidak mengalami *financial distress*. Untuk mengklasifikasikan dua kelompok perusahaan tersebut, penulis menggunakan metode *Z-score* Altman (1968). Adapun jika perusahaan memiliki angka *Z-score* yang kurang dari nilai *cutoff* Altman 1,81 maka perusahaan tersebut termasuk perusahaan yang mempunyai kemungkinan bangkrut atau dalam kondisi *financial distress*.

Dari pembagian dua kelompok atas sampel dalam populasi yang telah memenuhi kriteria yang sudah ditetapkan sebelumnya, ditemukan bahwa sampel perusahaan penelitian terdiri atas 76 perusahaan manufaktur yang tidak mengalami *financial distress* dan 62 perusahaan manufaktur yang mengalami *financial distress*. Berikut tabel pemilihan sampel yang disusun penulis dalam menentukan sampel penelitian :

Tabel 4.1 Pemilihan Sampel

No	Kriteria Sampel	Perusahaan Manufaktur	
		<i>Financial Distress</i>	<i>NonFinancial Distress</i>
1	Terdaftar di BEI periode tahun 2010	65	86
2	Laporan keuangan belum diaudit untuk periode yang berakhir pada tanggal 31 Desember	0	0
3	Memiliki tanggal tutup buku selain 31 Desember	0	0
4	Laporan keuangan memiliki data tidak lengkap untuk pengukuran seluruh variabel	3	0
5	Perusahaan <i>nonfinancial distress</i> yang memiliki ekuitas negatif	0	10
Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel		62	76

Dan tabel berikutnya adalah tabel untuk melihat sebaran industri untuk masing-masing kelompok perusahaan *financial distress* dan tidak *financial distress*:

Tabel 4.2 Sebaran Industri

Kode	Perusahaan Manufaktur berdasarkan ICMD Index	Jumlah Perusahaan	
		<i>Financial Distress</i>	<i>NonFinancial Distress</i>
B01	Food & Beverages	7	12
B02	Tobacco Manufacturers	0	3
B03	Textile Mill Products	7	2
B04	Apparel & Other Textile Products	6	2
B05	Lumber & Wood Products	3	0
B06	Paper & Allied Products	6	1
B07	Chemical & Allied Products	3	6
B08	Adhesive	0	4
B09	Plastics & Glass Products	8	6
B10	Cement	0	3
B11	Metal & Allied Products	5	7
B12	Fabricated Metal Products	0	2
B13	Stone, Clay, Glass & Concrete Products	2	3
B14	Cables	3	3
B15	Electronic & Office Equipment	2	3
B16	Automotive & Allied Products	5	10
B17	Photographic Equipment	2	1
B18	Pharmaceuticals	2	7
B19	Consumer Goods	1	1
Total Perusahaan		62	76

Dari tabel 4.2 diatas, dapat diketahui bahwa dari total perusahaan dalam sektor industri *Plastics & Glass Products* mayoritas sedang mengalami *financial distress*, yaitu 8 perusahaan dari total 14 perusahaan. Sementara itu, hampir 73% dari total perusahaan di sektor industri *Automotive & Allied Products* tidak mengalami kondisi *financial distress* pada tahun 2010, yaitu sebanyak 10 perusahaan dari total 15 perusahaan.

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Sebelum melakukan analisa statistik deskriptif, penulis melakukan *winsorized mean* atau *trimmed mean* untuk menghilangkan pengaruh *outlier*. *Outlier* adalah data yang jauh di atas nilai batas atas atau di bawah nilai batas bawah rerata distribusi data. Dalam pengujian parametrik, tentu *outlier* ini akan mempengaruhi nilai ukuran kesetimbangan atau ukuran pemusatan yang terjadi. Oleh karena itu, dilakukan *winsorized mean* untuk menghilangkan pengaruh *outlier* tersebut (Wu, 2006).

Berikut hasil statistik deskriptif gabungan yang memperlihatkan keseluruhan sampel perusahaan yang sedang maupun tidak sedang mengalami *financial distress*.

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Perusahaan Gabungan

	AC1	AC2	DER	SIZE*	BOARDOWN	DUM_DND
Mean	0.163	0.085	0.258	3.399.328	0.012	0.449
Median	0.102	0.000	0.071	931.452	0.000	0.000
Maximum	0.923	0.401	3.861	28.589.115	0.108	1.000
Minimum	0.023	0.000	-3.231	3.062	0.000	0.000
Std. Dev.	0.169	0.133	0.865	6.386.503	0.029	0.499
Skewness	2.576	1.347	-0.051	-0.069	2.556	0.204

AC1 = *Agency Cost* (rasio SG&A dibagi dengan total penjualan), AC2 = *Agency Cost* (interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*), DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan, BOARDOWN = *board ownership*, DUM_DND = Variabel *Dummy*, 1 untuk perusahaan *financial distress* dan 0 untuk perusahaan yang tidak *financial distress*
*dalam jutaan Rupiah

Dari hasil pengolahan data untuk keseluruhan perusahaan, terlihat bahwa rata-rata rasio beban *Selling, General & Administrative* dibagi dengan total penjualan adalah 16,3% artinya rata-rata perusahaan memiliki total beban *Selling, General & Administrative* sebesar 16,3% dari total penjualan bersih yang dilakukan oleh perusahaan. Pada tabel 4.3 terlihat nilai maksimum rasio beban *Selling, General & Administrative* sebesar 92,3% artinya perusahaan mengeluarkan beban *Selling, General & Administrative* sebesar 92,3% dari total penjualan bersihnya. Perusahaan yang memiliki rasio ini adalah PT Sugih Energy Tbk yang selama tahun 2010 tidak melaksanakan perdagangan suku cadang melainkan jasa, sehingga perusahaan ini tidak memiliki Harga Pokok Produksi.

Komponen beban terbesar pada beban SG&A PT Sugih Energy Tbk tahun 2010 berasal dari beban gaji dan tunjangan serta beban jasa profesional.

Sementara itu, nilai minimum rasio beban *Selling, General & Administrative* adalah 2,3%, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki total penjualan yang cukup besar dibandingkan dengan beban *Selling, General & Administrative*-nya. Perusahaan yang memiliki rasio beban *Selling, General & Administrative* terendah adalah PT Tifico Fiber Indonesia dalam industri *Textile Mill Products*.

Rata-rata interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow* adalah 8,5% artinya bahwa rata-rata perusahaan gabungan memiliki *free cash flow* 8,5% dari total aset yang dimiliki perusahaan. Terdapat juga nilai maksimum sebesar 40,1% yang artinya perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang rendah memiliki *free cash flow* sebesar 40,1% dari total aset yang dimiliki perusahaan. Sementara itu, nilai minimum sebesar 0 mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut masuk ke dalam kategori *high growth*. Sebagaimana yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya *dummy variable* untuk perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang tinggi adalah 0.

Selama periode pengamatan, yaitu tahun 2010 diperoleh rata-rata *debt to equity ratio* sebesar 0,258 artinya bahwa total pendanaan perusahaan 25,8%-nya adalah pendanaan yang bersumber dari utang. Nilai DER minimum sebesar -3,231 dan nilai maksimum sebesar 3,861 menunjukkan bahwa perusahaan memiliki total utang yang lebih tinggi dari total ekuitasnya. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan nilai DER tersebut memiliki nilai ekuitas negatif dan atau lebih kecil dari total utang perusahaan akibat mengalami kerugian bersih.

Sementara itu ukuran perusahaan (*SIZE*) yang dihitung dengan menggunakan formula logaritma natural total asset, menunjukan bahwa ukuran perusahaan pada tabel memiliki rata-rata sebesar Rp. 3.399.328 juta, nilai minimum sebesar Rp. 3.062 juta serta nilai maksimum sebesar Rp. 28.589.115 juta. Dengan standar deviasi sebesar Rp. 6.386.503 juta mengindikasikan bahwa perusahaan gabungan memiliki total aset yang bervariasi.

Dalam tabel 4.3 ditunjukkan bahwa rata-rata *board ownership* dari keseluruhan perusahaan adalah sebesar 1,2 %. Nilai minimum *board ownership*

adalah 0%, artinya dewan direksi maupun dewan komisaris tidak memiliki kepemilikan dalam bentuk saham di perusahaan tersebut, sementara itu *board ownership* tertinggi sebesar 10,8% dimiliki oleh PT Pyridam Farma Tbk yang bergerak di sektor industri farmasi.

Tabel 4.4 Statistik Deskriptif Perusahaan *Nonfinancial Distress*

	AC1	AC2	DER	SIZE*	BOARDOWN
Mean	0.162	0.122	0.175	4.313.080	0.028
Median	0.100	0.000	0.077	1,079,343	0.000
Maximum	0.923	0.552	0.647	35.049.564	0.221
Minimum	0.023	0.000	0.000	40.819	0.000
Std. Dev.	0.161	0.176	0.199	7.952.445	0.060
Skewness	2.237	1.243	1.013	0.252	2.409

AC1 = *Agency Cost* (rasio SG&A dibagi dengan total penjualan), AC2 = *Agency Cost* (interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*), DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan, BOARDOWN = *Board ownership*
*dalam jutaan Rupiah

Dari hasil pengolahan data, untuk perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*, terlihat bahwa rata-rata rasio beban *Selling, General & Administrative* dibagi dengan total penjualan adalah 16,2% artinya bahwa total beban *Selling, General & Administrative* adalah 16,2% dari total penjualan bersih yang dilakukan oleh perusahaan. Pada tabel 4.4 terlihat nilai maksimum rasio beban *Selling, General & Administrative* sebesar 92,3% artinya perusahaan mengeluarkan beban *Selling, General & Administrative* sebesar 92,3% dari total penjualan. Perusahaan yang memiliki rasio ini adalah PT Sugih Energy Tbk yang selama tahun 2010 tidak melaksanakan perdagangan suku cadang melainkan jasa, sehingga perusahaan ini tidak memiliki Harga Pokok Produksi. Komponen beban terbesar pada beban SG&A PT Sugih Energy Tbk tahun 2010 berasal dari beban gaji dan tunjangan serta beban jasa profesional.

Sementara itu, nilai minimum rasio beban *Selling, General & Administrative* adalah 2,3%, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki total penjualan yang cukup besar dibandingkan dengan beban *Selling, General & Administrative*-nya. Perusahaan yang memiliki rasio beban *Selling, General & Administrative* terendah adalah PT Tifico Fiber Indonesia dalam industri *Textile Mill Products*.

Rata-rata interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow* adalah 12,2% artinya bahwa rata-rata perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* memiliki *free cash flow* 12,2% dari total aset yang dimiliki perusahaan. Terdapat juga nilai maksimum sebesar 55,2% yang artinya perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang rendah dalam kelompok perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* memiliki *free cash flow* sebesar 55,2% dari total aset yang dimiliki perusahaan. Sementara itu, nilai minimum sebesar 0 mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut masuk ke dalam kategori *high growth*. Sebagaimana yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya *dummy variable* untuk perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang tinggi adalah 0.

Selama periode pengamatan, yaitu tahun 2010 diperoleh rata-rata *debt to equity ratio* untuk perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* adalah sebesar 0,175 artinya bahwa total pendanaan perusahaan 17,5%-nya adalah pendanaan yang bersumber dari utang. Nilai DER minimum sebesar 0 artinya pendanaan utang dengan utang jangka panjang adalah sebesar 0. Sementara itu nilai maksimum sebesar 64,7% menunjukkan bahwa sebesar 64,7% dari total pendanaan perusahaan adalah pendanaan dari utang.

Sementara itu ukuran perusahaan (*SIZE*) yang dihitung dengan menggunakan formula logaritma natural total aset, menunjukkan bahwa ukuran perusahaan pada tabel memiliki rata-rata sebesar Rp. 4.313.080 juta, nilai minimum sebesar Rp. 40.819 juta serta nilai maksimum sebesar Rp. 35.049.564 juta. Standar deviasi sebesar Rp. 7.952.445 juta berarti bahwa perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* memiliki total aset yang bervariasi.

Dalam tabel 4.4 ditunjukkan bahwa rata-rata *board ownership* di perusahaan yang sedang tidak mengalami *financial distress* adalah sebesar 2,8%. Nilai minimum *board ownership* adalah 0%, artinya dewan direksi maupun dewan komisaris tidak memiliki kepemilikan dalam bentuk saham di perusahaan tersebut, sementara itu *board ownership* tertinggi sebesar 22,1% dimiliki oleh PT Berlina Tbk yang bergerak di sektor industri *Plastics & Glass Products*.

Tabel 4.5 Statistik Deskriptif Perusahaan *Financial Distress*

	AC1	AC2	DER	SIZE*	BOARDOWN
Mean	0.158	0.050	0.365	2.326.633	0.001
Median	0.109	0.000	0.061	660.953	0.000
Maximum	0.738	0.285	5.762	18.149.044	0.014
Minimum	0.027	0.000	-4.788	3.062	0.000
Std. Dev.	0.154	0.088	1.455	4.260.124	0.003
Skewness	2.327	1.765	-0.075	-0.072	3.592

AC1 = *Agency Cost* (rasio SG&A dibagi dengan total penjualan), AC2 = *Agency Cost* (interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*), DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas SIZE = ukuran perusahaan, BOARDOWN = *board ownership*.

*dalam jutaan Rupiah

Sementara itu, untuk perusahaan yang mengalami *financial distress*, terlihat bahwa rata-rata rasio beban *Selling, General & Administrative* dibagi dengan total penjualan adalah 15,8% artinya bahwa dari rata-rata total penjualan bersih yang dihasilkan perusahaan, 15,8%-nya adalah total beban *Selling, General & Administrative* yang mencerminkan diskresi manajemen dalam membelanjakan sumber daya perusahaan (Singh dan Davidson, 2003). Pada tabel 4.5 terlihat nilai maksimum rasio beban *Selling, General & Administrative* sebesar 73,8% artinya perusahaan mengeluarkan beban *Selling, General & Administrative* sebesar 73,8% dari total penjualan bersihnya. Sementara itu, nilai minimum rasio beban *Selling, General & Administrative* adalah 2,7%, yang dimiliki oleh PT Polychem Indonesia Tbk yang bergerak di sektor industri *Automotive & Allied Products*.

Rata-rata interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow* adalah 5 % artinya bahwa rata-rata perusahaan yang mengalami *financial distress* memiliki 5 % *free cash flow* dari total aset perusahaan. Nilai maksimum 28,5% berarti perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang rendah memiliki 28,5% *free cash flow* dari total aset perusahaan. Sementara itu, nilai minimum sebesar 0 mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut masuk ke dalam kategori *high growth*. Sebagaimana yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya *dummy variable* untuk perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang tinggi adalah 0.

Variabel *leverage* (DER) menunjukkan struktur modal perusahaan, yang juga merupakan cerminan keputusan pendanaan dalam perusahaan. Selama periode pengamatan, yaitu tahun 2010 diperoleh rata-rata *debt to equity ratio*

untuk perusahaan yang mengalami *financial distress* adalah sebesar 0.365 artinya bahwa total pendanaan perusahaan 36,5%-nya adalah pendanaan dengan utang. Nilai maksimum dan minimum sebesar 5.762 dan -4,788 mengindikasikan bahwa pendanaan dengan utang pada perusahaan tersebut melebihi nilai ekuitasnya. Hal ini dikarenakan pada periode 2010, perusahaan tersebut mengalami akumulasi defisit sehingga menurunkan nilai ekuitasnya.

Sementara itu ukuran perusahaan (SIZE), sebagai variabel kontrol, yang dihitung dengan menggunakan formula logaritma natural total asset, menunjukkan bahwa ukuran perusahaan pada tabel memiliki rata-rata nilai aset sebesar Rp. 2.326.633 juta dan nilai minimum total aset sebesar Rp. 3.062 juta serta nilai maksimum sebesar Rp. 18.149.044 juta. Dengan standar deviasi sebesar Rp. 4.260.124 juta mengindikasikan bahwa perusahaan yang mengalami *financial distress* memiliki total aset yang bervariasi.

Selain SIZE, variabel BOARDOWN yaitu *board ownership*, juga digunakan sebagai variabel kontrol. Tabel 4.5 menunjukkan bahwa rata-rata *board ownership* di perusahaan yang sedang mengalami *financial distress* adalah sebesar 0,1%. Nilai minimum *board ownership* adalah 0%, artinya dewan direksi maupun dewan komisaris tidak memiliki kepemilikan dalam bentuk saham di perusahaan tersebut, sementara itu *board ownership* tertinggi sebesar 1,4% yang dimiliki oleh PT Nipress Tbk yang bergerak di industri *Automotive & Allied Products*.

4.3 Uji Asumsi Klasik - Perusahaan Gabungan

4.3.1 Uji Normalitas

Dalam tabel statistik deskriptif juga dapat digunakan untuk melihat hasil uji normalitas yang dilakukan dengan cara histogram residual yang menggunakan nilai skewness. Sebelum mendapatkan nilai *skewness*, penulis melakukan *winsorized mean* atau *trimmed mean* untuk menghilangkan pengaruh *outlier*. *Outlier* adalah data yang jauh di atas nilai batas atas atau di bawah nilai batas bawah rerata distribusi data. Dalam pengujian parametrik, tentu *outlier* ini akan mempengaruhi nilai ukuran kesetimbangan atau ukuran pemusatan yang terjadi. Oleh karena itu, dilakukan *winsorized mean* untuk menghilangkan pengaruh

outlier tersebut (Wu, 2006). Berikut nilai *skewness* yang diperoleh dari masing-masing variabel :

Tabel 4.6 Uji Normalitas Perusahaan Gabungan

	AC1	AC2	DER	SIZE	BOARDOWN	DUM_DND
Skewness	2.576	1.347	-0.051	-0.069	2.556	0.204

AC1 = *Agency Cost* (rasio SG&A dibagi dengan total penjualan), AC2 = *Agency Cost* (interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*), DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan, BOARDOWN = *board ownership*, DUM_DND = Variabel *Dummy*, 1 untuk perusahaan *financial distress* dan 0 untuk perusahaan yang tidak *financial distress*

Beberapa variabel memiliki nilai *skewness* yang tidak mendekati nilai 0, namun menurut Nachrowi (2006) jika jumlah sampel penelitian berjumlah di atas 30 maka tidak perlu dilakukan uji normalitas karena diasumsikan bahwa *error term* sudah terdistribusi secara normal.

4.3.2 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas dapat didefinisikan sebagai suatu situasi dimana terjadi hubungan linear antara variabel independen. Konsekuensinya adalah model bias, *standard error* besar sehingga uji hipotesis kurang akurat, T-stat banyak yang tidak signifikan walaupun R-squared tinggi, dan estimator akan sensitif terhadap perubahan kecil pada data.

Untuk itu diperlukan pengujian untuk melihat apakah terdapat korelasi antara variabel independen yang nilainya lebih besar dari 0,8 karena korelasi di atas nilai 0,8 mengindikasikan bahwa ada masalah multikolinearitas.

Tabel 4.7 Uji Multikolinearitas Perusahaan Gabungan

	DER	SIZE	BOARDOWN	DUM_DND
DER	1.000	0.145	-0.049	0.107
SIZE	0.145	1.000	-0.132	-0.163
BOARDOWN	-0.049	-0.132	1.000	-0.312
DUM_DND	0.107	-0.163	-0.312	1.000

DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, BOARDOWN = *board ownership*, SIZE = ukuran perusahaan, DUM_DND = Variabel *Dummy*, 1 untuk perusahaan *financial distress* dan 0 untuk perusahaan yang tidak *financial distress*

Jika dilihat dari tabel 4.7 mengenai uji multikolinearitas pada seluruh perusahaan, korelasi antara DER dan BOARDOWN adalah negatif. Hal ini

disebabkan karena peningkatan *board ownership* dikaitkan dengan meningkatnya *firm value* (Fleming, Heaney dan McCosker, 2005). Dimana, manajemen yang memiliki kepemilikan di perusahaan cenderung akan mengupayakan yang terbaik dalam meningkatkan *firm value*, yang mungkin salah satunya adalah dengan pembatasan upaya pendanaan dengan utang.

Selain itu menurut Friend dan Lang (1988), Jensen, Solberg dan Zorn (1992) serta Chen dan Steiner (1999) dalam Wu (2004) juga menyatakan bahwa mekanisme pengendalian atas *agency cost* selain penggunaan utang adalah keberadaan *board ownership*. Dimana keduanya memiliki hubungan yang substitutif sehingga hubungan antara penggunaan utang dengan *board ownership* adalah negatif.

Sementara itu, korelasi antara DER dengan SIZE adalah positif. Artinya, semakin besar ukuran perusahaan maka penggunaan utang juga semakin besar. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian Zhang dan Li (2008) yang memperlihatkan hubungan negatif antara *debt to equity ratio* dengan ukuran perusahaan akibat *reputation effect* yang dimiliki perusahaan dengan ukuran lebih besar. Perusahaan yang besar cenderung menjadi sorotan publik. Dimana hal ini bisa mendorong manajemen untuk membatasi pendanaan dengan utang supaya citra perusahaan tidak turun di mata publik.

Hubungan positif yang diperlihatkan dalam tabel 4.7 antara DER dan SIZE mungkin karena perusahaan besar membutuhkan pendanaan yang lebih besar pula dalam mendanai kegiatan perusahaannya. Sehingga dalam penelitian ini ditemukan bahwa perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung memilih utang sebagai sumber pendanaannya.

Pada tabel 4.7 juga terlihat korelasi antara SIZE dengan BOARDOWN adalah negatif. Artinya, semakin besar ukuran perusahaan maka *board ownership* dalam perusahaan semakin sedikit. Hasil ini sesuai dengan penelitian Wu (2004). Ketika perusahaan berukuran besar, relatif akan diiringi juga dengan penambahan jumlah saham yang beredar. Hal ini mengakibatkan proporsi saham yang dimiliki dewan direksi dan dewan komisaris akan relatif menurun dibandingkan dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar.

4.3.3 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas terjadi apabila *variance error* dari model tidak konsten terhadap waktu. Hal ini menimbulkan konsekuensi yaitu estimator yang dihasilkan konsisten namun tidak efisien, dengan kata lain ada estimator lain yang memiliki *variance* lebih kecil. Konsekuensi lainnya adalah *standard error* yang dihitung memiliki eror yang tidak lagi akurat sehingga uji hipotesis juga menjadi tidak akurat. Untuk mendeteksi terjadinya heteroskedastisitas digunakan uji White pada kedua model. Dari pengujian didapatkan hasil yang tertera dalam tabel 4.8 berikut ini :

Tabel 4.8 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan Gabungan Model 1

F-statistic	7.17645	Prob. F(13,124)	0.0000
Obs*R-squared	59.2495	Prob. Chi-Square(13)	0.0000

Tabel 4.9 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan Gabungan Model 2

F-statistic	1.9487	Prob. F(13,124)	0.03070
Obs*R-squared	23.4105	Prob. Chi-Square(13)	0.03700

Karena pada model pertama dan kedua prob. F-stat kurang dari tingkat signifikansi 5% maka kedua model mengalami masalah heteroskedastisitas. Oleh karena itu kedua model ini perlu diatasi dengan menggunakan *White Heteroscedasticity Cross Section Standard Error & Covariance* ketika melakukan estimasi model.

4.4 Uji Asumsi Klasik - Perusahaan *NonFinancial Distress*

4.4.1 Uji Normalitas

Beberapa variabel memiliki nilai *skewness* yang tidak mendekati nilai 0, namun menurut Nachrowi (2006) jika jumlah sampel penelitian berjumlah di atas 30 maka tidak perlu dilakukan uji normalitas karena diasumsikan bahwa *error term* sudah terdistribusi secara normal.

Selain itu, sebelum mendapatkan nilai *skewness*, penulis juga sudah melakukan *winsorized mean* atau *trimmed mean* untuk menghilangkan pengaruh *outlier* sehingga data yang diperoleh berada di antara nilai batas atas dan nilai

batas bawah rerata distribusi data. Berikut adalah hasil uji normalitas untuk perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* :

Tabel 4.10 Uji Normalitas Perusahaan *Nonfinancial Distress*

	AC1	AC2	DER	SIZE	BOARDOWN
Skewness	2.237	1.243	1.013	0.252	2.409

AC1 = *Agency Cost* (rasio SG&A dibagi dengan total penjualan), AC2 = *Agency Cost* (interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*), DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan, BOARDOWN = *board ownership*

4.4.2 Uji Multikolinearitas

Untuk melihat apakah terdapat masalah multikolinearitas, yaitu korelasi antara variabel independen yang nilainya lebih besar dari 0,8 maka dilakukan pengujian multikolinearitas. Nilai korelasi yang diperoleh seluruhnya lebih kecil dari 0,80 yang menjadi batasan Multikolinieritas. Berdasarkan pada hasil di tabel 4.11 maka dapat disimpulkan bahwa model yang diperoleh telah memenuhi asumsi Non Multikolinieritas. Berikut adalah hasil pengujian multikolinearitas untuk perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* :

Tabel 4.11 Uji Multikolinearitas Perusahaan *Nonfinancial Distress*

	DER	SIZE	BOARDOWN
DER	1.000	0.220	-0.079
SIZE	0.220	1.000	-0.274
BOARDOWN	-0.079	-0.274	1.000

DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, BOARDOWN = *board ownership*, SIZE = ukuran perusahaan.

Hasil pengujian untuk model pertama dan kedua di atas menunjukkan bahwa data yang digunakan telah memenuhi persyaratan Non Multikolinearitas. Hal ini ditunjukkan oleh tabel 4.11 di atas, di mana nilai korelasi yang diperoleh seluruhnya lebih kecil dari 0,80 yang menjadi batasan Multikolinieritas. Berdasarkan pada hasil di atas maka dapat disimpulkan bahwa model yang diperoleh telah memenuhi asumsi Non Multikolinearitas.

Melihat pada tabel 4.11 maka dapat disimpulkan bahwa hubungan antara DER dan BOARDOWN pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* adalah positif. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Friend dan Lang (1988), Jensen, Solberg dan Zorn (1992) serta Chen dan Steiner (1999) dalam Wu (2004)

yang menyatakan bahwa mekanisme pengendalian atas *agency cost* selain penggunaan utang adalah keberadaan *board ownership*. Dimana keduanya memiliki hubungan yang substitutif sehingga hubungan antara penggunaan utang dengan *board ownership* adalah negatif.

Hasil positif ini mungkin mengindikasikan bahwa pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*, keberadaan *board ownership* tidak bisa menurunkan *agency cost*. Oleh karena itu, hubungan keduanya tidaklah substitutif lagi, melainkan komplementer sehingga dalam mengendalikan masalah keagenan ini perusahaan tetap membutuhkan *leverage* (Wu, 2004).

Sementara itu, korelasi antara DER dengan SIZE adalah positif. Artinya, semakin besar ukuran perusahaan maka penggunaan utang juga semakin besar. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian Zhang dan Li (2008) yang memperlihatkan hubungan negatif antara *debt to equity ratio* dengan ukuran perusahaan akibat *reputation effect* yang dimiliki perusahaan dengan ukuran lebih besar. Perusahaan yang besar cenderung menjadi sorotan publik. Dimana hal ini bisa mendorong manajemen untuk membatasi pendanaan dengan utang yang dapat meningkatkan resiko dan merusak citra perusahaan.

Hubungan positif yang diperlihatkan dalam tabel 4.11 antara DER dan SIZE mungkin karena perusahaan besar membutuhkan pendanaan yang lebih besar pula dalam mendanai kegiatan perusahaannya. Sehingga dalam penelitian ini ditemukan bahwa perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung memilih utang sebagai sumber pendanaannya.

Pada tabel 4.11 juga terlihat korelasi antara SIZE dengan BOARDOWN adalah negatif. Artinya, semakin besar ukuran perusahaan maka *board ownership* dalam perusahaan semakin sedikit. Hasil ini sesuai dengan penelitian Wu (2004). Ketika perusahaan berukuran besar, relatif akan diiringi juga dengan penambahan jumlah saham yang beredar. Hal ini mengakibatkan proporsi saham yang dimiliki dewan direksi dan dewan komisaris akan relatif menurun dibandingkan dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar.

4.4.3 Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji White pada model ketiga menunjukkan adanya heteroskedastisitas. Oleh karena itu model ini perlu diatasi dengan menggunakan

White Heteroscedasticity Cross Section Standard Error & Covariance ketika melakukan estimasi model. Berikut hasil uji heteroskedastisitas untuk perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* :

Tabel 4.12 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan *Nonfinancial Distress* Model 3

F-statistic	3.83817	Prob. F(9,66)	0.0006
Obs*R-squared	26.1112	Prob. Chi-Square(9)	0.002

Sementara model keempat tidak menunjukkan adanya heteroskedastisitas. Dapat dilihat dari probabilitas F-stat dan Obs R-Squared yang lebih dari level signifikan 5% yang ditampilkan dalam tabel uji heteroskedastisitas berikut ini :

Tabel 4.13 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan *Nonfinancial Distress* Model 4

F-statistic	1.27713	Prob. F(9,66)	0.266
Obs*R-squared	11.2725	Prob. Chi-Square(9)	0.2575

4.5 Uji Asumsi Klasik - Perusahaan *Financial Distress*

4.5.1 Uji Normalitas

Berikut adalah tabel hasil uji normalitas untuk perusahaan yang mengalami *financial distress* :

Tabel 4.14 Uji Normalitas Perusahaan *Financial Distress*

	AC1	AC2	DER	SIZE	BOARDOWN
Skewness	2.327	1.765	-0.075	-0.072	3.592

AC1 = *Agency Cost* (rasio SG&A dibagi dengan total penjualan), AC2 = *Agency Cost* (interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*), DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan, BOARDOWN = *board ownership*

Beberapa variabel memiliki nilai *skewness* yang tidak mendekati nilai 0, namun menurut Nachrowi (2006) jika jumlah sampel penelitian berjumlah di atas 30 maka tidak perlu dilakukan uji normalitas karena diasumsikan bahwa *error term* sudah terdistribusi secara normal.

Selain itu, sebelum mendapatkan nilai *skewness*, penulis juga sudah melakukan *winsorized mean* atau *trimmed mean* untuk menghilangkan pengaruh

outlier sehingga data yang diperoleh berada di antara nilai batas atas dan nilai batas bawah rerata distribusi data.

4.5.2 Uji Multikolinearitas

Berdasarkan pada hasil di tabel 4.15 maka dapat disimpulkan bahwa model yang diperoleh telah memenuhi asumsi Non Multikolinieritas. Berikut adalah hasil pengujian multikolinearitas untuk perusahaan *financial distress* :

Tabel 4.15 Uji Multikolinearitas Model 3 dan Model 4

	DER	SIZE	BOARDOWN
DER	1.000	0.168	0.013
SIZE	0.168	1.000	0.056
BOARDOWN	0.013	0.056	1.000

DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan, BOARDOWN = *board ownership*

Pada tabel 4.15 hubungan antara DER dan BOARDOWN pada perusahaan yang mengalami *financial distress* adalah positif. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Friend dan Lang (1988), Jensen, Solberg dan Zorn (1992) serta Chen dan Steiner (1999) dalam Wu (2004) yang menyatakan bahwa mekanisme pengendalian atas *agency cost* selain penggunaan utang adalah keberadaan *board ownership*. Dimana keduanya memiliki hubungan yang substitutif sehingga hubungan antara penggunaan utang dengan *board ownership* adalah negatif.

Hasil positif ini mungkin mengindikasikan bahwa pada perusahaan yang mengalami *financial distress*, keberadaan *board ownership* tidak bisa menurunkan *agency cost*. Oleh karena itu, hubungan keduanya tidaklah substitutif lagi, melainkan komplementer sehingga dalam mengendalikan masalah keagenan ini perusahaan tetap membutuhkan *leverage* (Wu, 2004).

Sementara itu, korelasi antara DER dengan SIZE adalah positif. Artinya, semakin besar ukuran perusahaan maka penggunaan utang juga semakin besar. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian Zhang dan Li (2008) yang memperlihatkan hubungan negatif antara *debt to equity ratio* dengan ukuran perusahaan akibat *reputation effect* yang dimiliki perusahaan dengan ukuran lebih besar. Perusahaan yang besar cenderung menjadi sorotan publik. Dimana hal ini bisa mendorong

manajemen untuk membatasi pendanaan dengan utang supaya perusahaan tidak memiliki risiko yang ditimbulkan dengan penggunaan utang.

Hubungan positif yang diperlihatkan dalam tabel 4.15 antara DER dan SIZE mungkin karena perusahaan besar membutuhkan pendanaan yang lebih besar pula dalam mendanai kegiatan perusahaannya. Sehingga dalam penelitian ini ditemukan bahwa perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung memilih utang sebagai sumber pendanaannya.

Pada tabel 4.15 juga terlihat korelasi antara SIZE dengan BOARDOWN adalah positif. Artinya, semakin besar ukuran perusahaan maka *board ownership* dalam perusahaan semakin besar pula. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Wu (2004) yang menyatakan bahwa ketika perusahaan berukuran besar, relatif akan diiringi juga dengan penambahan jumlah saham yang beredar. Hal ini mengakibatkan proporsi saham yang dimiliki dewan direksi dan dewan komisaris akan relatif menurun dibandingkan dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar.

4.5.3 Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji White pada model ketiga menunjukkan adanya heteroskedastisitas. Oleh karena itu model ini perlu diatasi dengan menggunakan *White Heteroscedasticity Cross Section Standard Error & Covariance* ketika melakukan estimasi model.

Tabel 4.16 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan *Financial Distress* Model 3

F-statistic	2.32141	Prob. F(9,52)	0.0279
Obs*R-squared	17.7706	Prob. Chi-Square(9)	0.0379

Sementara model keempat tidak menunjukkan adanya heteroskedastisitas. Dapat dilihat dari probabilitas F-stat dan Obs R-Squared yang lebih dari level signifikan 5% yang ditampilkan dalam tabel Uji Heteroskedastisitas berikut ini :

Tabel 4.17 Uji Heteroskedastisitas Perusahaan *Financial Distress* Model 4

F-statistic	0.56686	Prob. F(9,52)	0.8178
Obs*R-squared	5.53935	Prob. Chi-Square(9)	0.785

4.6 Analisis Hasil Penelitian

4.6.1 Hasil Penelitian pada Perusahaan Gabungan

Berikut adalah hasil pengujian dari regresi, yang menguji pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan rasio beban SG&A dibagi dengan total penjualan pada perusahaan gabungan.

Tabel 4.18 Hasil Regresi Perusahaan Gabungan

$$AC1_i = \beta_0 + \beta_1 DER_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 BOARDOWN_i + Dummy_i + \varepsilon$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
DER	-0.0064	-0.3815	0.3518
SIZE	-0.0434	-3.2242	*0.0008
BOARDOWN	-0.6652	-1.1829	0.1195
DUM_DND	-0.0326	-1.1660	0.1229
C	0.7862	3.9619	0.0001
R-squared			0.179
Adjusted R-squared			0.155
F-statistic			7.270
Prob(F-statistic)			0.000

AC1 = *Agency Cost* (rasio SG&A dibagi dengan total penjualan),
 DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan, BOARDOWN = *board ownership*, DUM_DND = Variabel *Dummy*, 1 untuk perusahaan *financial distress* dan 0 untuk perusahaan yang tidak *financial distress*

*signifikan pada 5%

Dari tabel 4.18 dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R*² untuk model pertama adalah 15,5% yang artinya variabel independen hanya mampu menjelaskan variabel dependennya sebesar 15,5%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen kurang mampu untuk menjelaskan variabel dependen. Dalam uji F nilai probabilitas f-statistik adalah 0.000 atau lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Maka keputusannya adalah H_0 ditolak, yaitu variabel independen rasio *leverage* (DER), dua variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) dan *board ownership* (BOARDOWN) serta variabel *dummy* (DUM_DND) dalam model pertama secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *agency cost*.

a. Variabel DER

Variabel DER tidak mempengaruhi *agency cost* secara signifikan jika dilihat nilai prob t-stat sebesar 0.3518 yang melebihi tingkat signifikansi 5%. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa rasio *leverage* (DER) tidak mempengaruhi rasio beban SG&A..

Hasil ini tidak sesuai dengan dengan penelitian Fachrudin (2011) yang menyatakan bahwa rasio *leverage* DER berpengaruh positif signifikan terhadap rasio beban diskresi manajemen. Fachrudin (2011) menyatakan alasan bahwa pengaruh penggunaan utang terhadap rasio beban diskresi manajemen adalah positif dikarenakan manajer terkadang cenderung tidak berhati-hati dalam mengeluarkan beban diskresionernya terutama saat perusahaan tidak sedang dalam kondisi keuangan bermasalah.

Selain itu, hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian Zhang dan Li (2008) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan pada *agency cost*. Artinya, peningkatan rasio *leverage* akan menurunkan *agency cost* karena adanya aktivitas pengawasan dari kreditur (Ang et. al, 2000).

Tidak signifikannya pengaruh rasio *leverage* (DER) pada *agency cost* ini mungkin disebabkan karena penggunaan utang ternyata tidak mempengaruhi perilaku manajer dalam mengeluarkan beban SG&A yang menjadi cermin atas diskresi manajemen. Selain itu, hasil ini mengindikasikan juga bahwa penggunaan utang juga bukan mekanisme pengendalian atas *agency cost* pada sampel perusahaan yang diteliti. Hal tersebut mungkin disebabkan karena pendanaan utang perusahaan didapat dari bank yang terafiliasi dengan perusahaan, sehingga aktivitas pengawasan dari penggunaan utang tidak lagi efektif.

b. Variabel Kontrol

Dari tabel 4.18 terlihat bahwa variabel SIZE memiliki nilai prob t-stat yang kurang dari tingkat signifikansi 5%, yaitu sebesar 0.0008 sementara BOARDOWN memiliki nilai prob t-stat yang lebih besar dari tingkat

signifikansi 5%. Artinya, hanya variabel SIZE yang memiliki pengaruh signifikan terhadap *agency cost*.

Dimana, variabel SIZE memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *agency cost* yang artinya semakin besar ukuran perusahaan maka *agency cost* akan semakin kecil. Hal ini mungkin disebabkan karena semakin besar perusahaan maka perusahaan tersebut akan semakin disorot oleh publik. Oleh karena itu manajer akan meminimalisir *perquisite consumption* untuk menjaga reputasi manajer dan perusahaan itu sendiri.

Selain itu, semakin besar perusahaan juga mengindikasikan pengendalian internal atas beban *Selling, General & Administrative* -nya semakin baik, sehingga dapat membatasi tindakan *perquisite* manajemen atas pengeluaran beban *Selling, General & Administrative*.

Hasil ini juga sesuai dengan penelitian Lin (2006) dan Fachrudin (2011) yang menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki skala ekonomis dan penjualan yang lebih besar sehingga rasio beban *Selling, General & Administrative* dibagi dengan total penjualan menjadi efisien pada perusahaan besar, sehingga *agency cost* juga ikut menurun.

Sementara itu, kesimpulan bahwa variabel BOARDOWN tidak memiliki pengaruh terhadap *agency cost*, sesuai dengan penelitian Singh dan Davidson (2003) yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan atas keberadaan *board ownership* terhadap *agency cost*. Singh dan Davidson (2003) juga menambahkan bahwa keberadaan *board ownership* tidak bisa melindungi perusahaan dari pengeluaran berlebihan atas beban SG&A.

c. Variabel *Dummy*

Variabel *dummy* pada penelitian ini, yaitu DUM_DND digunakan untuk mengelompokkan perusahaan menjadi dua kelompok, yang bernilai 1 adalah perusahaan yang mengalami *financial distress* sementara yang bernilai 0 adalah perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*. Dari hasil tabel 4.18, dapat dilihat bahwa variabel DUM_DND memiliki prob t-stat yang lebih dari tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa tidak ada perbedaan pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal antara perusahaan yang

mengalami maupun tidak mengalami *financial distress* terhadap *agency cost*.

Dalam model kedua, *agency cost* diprosikan oleh interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*. Hasil regresi perusahaan gabungan diperlihatkan dalam tabel 4.10 berikut :

Tabel 4.19 Hasil Regresi Perusahaan Gabungan

$$AC2_i = \beta_0 + \beta_1 DER_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 BOARDOWN_i + Dummy_i + \varepsilon$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
DER	-0.0099	-1.26577	0.1039
SIZE	0.0077	1.133678	0.1295
BOARDOWN	-0.8189	-2.52704	*0.0064
DUM_DND	-0.0641	-2.72211	*0.0037
C	0.0201	0.208102	0.41775
R-squared			0.08872
Adjusted R-squared			0.06131
F-statistic			3.23704
Prob(F-statistic)			0.01431

AC2 = *Agency Cost* (interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*), DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan, BOARDOWN = *board ownership*, DUM_DND = Variabel *Dummy*, 1 untuk perusahaan *financial distress* dan 0 untuk perusahaan yang tidak *financial distress*

*signifikan pada 5%

Dari tabel 4.19 dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R*² untuk model pertama adalah 0.0613 yang artinya variabel independen mampu menjelaskan variabel dependennya sebesar 6.13%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen kurang mampu dalam menjelaskan variabel dependen. Dalam uji F nilai probabilitas f-statistik adalah 0.01431 atau lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Maka keputusannya adalah H_0 ditolak, yaitu variabel independen rasio *leverage* (DER), dua variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) dan *board ownership* (BOARDOWN) serta variabel *dummy* (DUM_DND) dalam model kedua secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *agency cost*.

a. Variabel DER

Variabel independen DER tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *agency cost*. Hasil kesimpulan ini dapat dilihat dari nilai prob t-stat yang melebihi tingkat signifikan 5%.

DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *agency cost* mungkin disebabkan karena pendanaan dengan utang ternyata tidak memberikan pengaruh pada perilaku oportunistik manajer ketika memanfaatkan *free cash flow* perusahaan. Wu (2004) mengemukakan bahwa penggunaan utang tidak menjamin bahwa manajer akan memanfaatkan *free cash flow* untuk berinvestasi di proyek berNPV positif. Wu (2004) menambahkan bahwa manajer bisa saja tetap memanfaatkan *free cash flow* untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif daripada mendistribusikannya ke pemegang saham. Selain itu hal ini mengindikasikan bahwa penggunaan utang juga tidak bisa mengendalikan pemanfaatan *free cash flow* oleh manajer.

Hasil dalam penelitian ini juga tidak dapat mendukung penelitian Jensen dan Meckling (1976) dalam Cao (2006) yang menyatakan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran yang tidak penting dan memberi dorongan pada manajer untuk mengoperasikan perusahaannya dengan lebih efisien, khususnya kehati-hatian manajer dalam pengeluaran kas yang terjadi pada saat perusahaan yang memiliki banyak utang.

b. Variabel Kontrol

Untuk model kedua dalam perusahaan gabungan, hanya variabel BOARDOWN yang memiliki nilai prob t-stat yang kurang dari tingkat signifikansi 5%, yaitu sebesar 0.0064. Artinya, hanya variabel BOARDOWN yang memiliki pengaruh signifikan terhadap *agency cost*.

Tidak signifikannya pengaruh ukuran perusahaan terhadap *agency cost* pada perusahaan gabungan mungkin disebabkan karena ukuran perusahaan pada sampel penelitian perusahaan gabungan tidak berpengaruh pada besar kecilnya *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan besar bukan berarti dapat menghasilkan

free cash flow yang besar pula sehingga *perquisite consumption* manajer meningkat ataupun sebaliknya pada perusahaan kecil.

Hasil ini tidak mendukung penelitian Prasad et.al (2001) maupun penelitian Singh dan Davidson (2003), yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif ukuran perusahaan terhadap *agency cost*.

Sementara itu, *board ownership* memiliki pengaruh negatif dalam tingkat signifikansi 5% terhadap *agency cost*, yang berarti semakin tinggi *board ownership* maka akan menurunkan *agency cost*. Hasil kesimpulan ini sesuai dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976) dalam Kayakachoian (2001) yang berpendapat bahwa terdapat konvergensi kepentingan antara pemegang saham dengan manajer, yang mengakibatkan *agency cost* turun akibat keberadaan *board ownership*. Tingginya keberadaan *board ownership* menghindarkan perilaku *perquisites consumption* dari manajemen (Jensen dan Meckling, 1976).

c. Variabel *Dummy*

Dari hasil tabel 4.19, dapat dilihat bahwa variabel DUM_DND memiliki prob t-stat yang kurang dari tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa ada perbedaan pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal antara perusahaan yang mengalami maupun tidak mengalami *financial distress* terhadap *agency cost*.

Koefisien negatif mengindikasikan bahwa penggunaan utang sebagai sumber pendanaan berdampak negatif lebih besar pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* dibandingkan dengan perusahaan yang mengalami *financial distress*. Hasil ini sesuai dengan penelitian Fachrudin (2011) yang menyatakan bahwa perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* cenderung memiliki *agency cost* yang tinggi. Hal ini dikarenakan pada kondisi tersebut, manajer cenderung tidak berhati-hati dalam mengeluarkan beban diskresionernya.

Dari penjelasan di atas, secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama yang diajukan penulis yang menyatakan bahwa terdapat

perbedaan pengaruh dari penggunaan utang terhadap *agency cost* pada perusahaan yang mengalami maupun tidak mengalami *financial distress* dapat diterima. Hasil ini ditunjukkan pada model kedua yang menggunakan interaksi prospek pertumbuhan dengan *free cash flow* sebagai proksi atas *agency cost*. Hal ini berarti bahwa terdapat perbedaan pengaruh antara perusahaan yang mengalami maupun tidak mengalami *financial distress* terhadap *free cash flow*.

Sementara itu, tidak terdapat perbedaan pengaruh yang signifikan antara perusahaan yang mengalami maupun tidak mengalami *financial distress* untuk *agency cost* yang diprosikan dengan rasio beban *Selling, General & Administrative*.

4.6.2 Hasil Penelitian pada Perusahaan *Non Financial Distress*

Berikut adalah hasil pengujian dari regresi yang menguji pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* yang diprosikan dengan rasio beban SG&A dibagi dengan total penjualan pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*. Hasil pengujian dengan menggunakan Eviews ditampilkan pada tabel 4.20 berikut ini :

Tabel 4.20 Hasil Regresi Perusahaan *Nonfinancial Distress*

$$AC1_i = \beta_0 + \beta_1 DER_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 BOARDOWN_i + \varepsilon$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
DER	-0.120856	-1.34471	**0.09145
SIZE	-0.035651	-3.07832	*0.00145
BOARDOWN	-0.309269	-1.01762	0.15615
C	0.693022	4.232633	0.0001
R-squared	0.15865		
Adjusted R-squared	0.1236		
F-statistic	4.52563		
Prob(F-statistic)	0.00579		

AC1 = *Agency Cost* (rasio SG&A dibagi dengan total penjualan),
 DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan,
 BOARDOWN = *board ownership*.

*signifikan pada $\alpha = 5\%$

**signifikan pada $\alpha = 10\%$

Dari tabel 4.20 dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R*² untuk model pertama adalah 12,36% yang artinya variabel independen hanya mampu menjelaskan

variabel dependennya sebesar 12,36%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen kurang mampu untuk menjelaskan variabel dependen. Dalam uji F nilai probabilitas f-statistik adalah 0.0057 atau lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Maka keputusannya adalah H_0 ditolak, yaitu variabel independen rasio *leverage* (DER) dan dua variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) dan *board ownership* (BOARDOWN) dalam model ketiga secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *agency cost*.

a. Variabel DER

Variabel DER mempengaruhi *agency cost* dalam tingkat signifikansi 10% karena nilai prob t-stat sebesar 0.0914 yang melebihi tingkat signifikansi 5%. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa rasio *leverage* (DER) mempengaruhi rasio *agency cost*.

Namun, ternyata hasil ini tidak sesuai dengan dengan penelitian Fachrudin (2011) yang menyatakan bahwa rasio *leverage* DER berpengaruh positif signifikan terhadap rasio beban diskresi manajemen. Karena perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* justru cenderung tidak hati-hati dalam mengeluarkan beban diskresioner (Fachrudin, 2011). Oleh karena itu, dalam penelitian Fachrudin (2011) jika penggunaan utang semakin tinggi dalam struktur modal justru meningkatkan proksi *agency cost*.

Penelitian Lin (2006) juga menyatakan bahwa rasio *leverage* memiliki pengaruh positif terhadap *agency cost*. Hal ini dikarenakan penggunaan utang ternyata tidak menjadi pengendalian yang tepat atas *agency conflict* antara manajer dan pemegang saham.

Hasil penelitian ini justru mendukung penelitian Singh dan Davidson (2003) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan pada rasio beban *Selling, General & Administrative*. Karena dengan penggunaan utang, maka manajer akan mengurangi pengeluaran yang tidak penting supaya perusahaan tetap dapat membayar bunga maupun pokok utang dengan dana *idle* perusahaan.

Hasil penelitian ini juga mengindikasikan bahwa penggunaan utang merupakan mekanisme pengendalian yang efektif pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*, khususnya dalam pengeluaran beban *Selling,*

General & Administrative. Dimana hal ini berimbas pada turunnya *agency cost* perusahaan.

b. Variabel Kontrol

Dalam perusahaan yang sedang tidak mengalami *financial distress*, variabel SIZE memiliki nilai prob t-stat yang kurang dari tingkat signifikansi 5%, yaitu sebesar 0.00145. Sementara prob t-stat variabel BOARDOWN sebesar 0.1561 melebihi tingkat signifikansi 5%. Artinya, hanya variabel SIZE yang berpengaruh signifikan terhadap *agency cost* pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* pada tingkat signifikansi 5%.

Variabel SIZE memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *agency cost* yang artinya semakin besar perusahaan maka rasio beban SG&A akan semakin kecil. Hal ini mungkin disebabkan karena semakin besar perusahaan, maka pengendalian internal atas beban SG&A-nya semakin baik, sehingga dapat membatasi tindakan *perquisite* manajemen atas pengeluaran beban SG&A. Hal ini, juga sesuai dengan penelitian Lin (2006), Zhang dan Li (2008) serta Fachrudin (2011) yang menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki skala ekonomis dan penjualan yang lebih besar sehingga rasio beban SG&A dibagi dengan penjualan menjadi efisien pada perusahaan besar, sehingga *agency cost* juga ikut menurun.

Sementara itu, kesimpulan bahwa variabel BOARDOWN tidak memiliki pengaruh terhadap *agency cost*, sesuai dengan penelitian Singh dan Davidson (2003) yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan atas keberadaan *board ownership* terhadap rasio beban SG&A. Singh dan Davidson (2003) juga menambahkan bahwa keberadaan *board ownership* tidak bisa melindungi perusahaan dari pengeluaran berlebihan atas beban SG&A. Oleh karena itu, *board ownership* tidak berpengaruh terhadap *agency cost*.

Dalam model keempat, *agency cost* diproksikan oleh interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*. Hasil regresi diperlihatkan dalam tabel 4.21 berikut ini :

Tabel 4.21 Hasil Regresi Perusahaan *Nonfinancial Distress*

$$AC2_i = \beta_0 + \beta_1 DER_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 BOARDOWN_i + \varepsilon$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
DER	-0.101185	-0.99894	0.1606
SIZE	0.026916	2.06214	*0.0214
BOARDOWN	-0.467226	-1.36407	**0.0884
C	-0.225975	-1.22457	0.11235
R-squared			0.10391
Adjusted R-squared			0.06658
F-statistic			2.78308
Prob(F-statistic)			0.04698

AC2 = *Agency Cost* (interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*), DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan BOARDOWN = *board ownership*.

*signifikan pada $\alpha = 5\%$

** signifikan pada $\alpha = 10\%$

Terlihat bahwa nilai *adjusted R*² adalah sebesar 6,65% yang artinya variabel independen hanya mampu menjelaskan variabel dependennya sebesar 6,65%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen kurang mampu untuk menjelaskan variabel dependen. Dalam uji F nilai probabilitas f-statistik adalah 0.04698 atau lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Maka keputusannya adalah H_0 ditolak, yaitu variabel independen rasio *leverage* (DER) dan dua variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) dan *board ownership* (BOARDOWN) dalam model keempat secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *agency cost*.

a. Variabel DER

Variabel independen DER tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *agency cost*. Hasil kesimpulan ini dapat dilihat dari nilai prob t-stat yang melebihi tingkat signifikan 5%.

DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *agency cost* perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* mungkin disebabkan karena pendanaan dengan utang ternyata tidak mempengaruhi kebijakan terkait pemanfaatan *free cash flow* perusahaan untuk berinvestasi.

Hasil ini bertolak belakang dengan penelitian Wu (2004) yang menyatakan bahwa meskipun manajer telah meningkatkan kebijakan

utanganya, manajer bisa saja tetap menggunakan *free cash flow*, untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif dibandingkan dengan mengembalikan *free cash flow* tersebut sebagai dividen kepada pemegang saham. Oleh karena itu, pada penelitian Wu (2004) pengaruh penggunaan utang adalah positif terhadap *free cash flow* yang kemudian meningkatkan *agency cost*.

b. Variabel Kontrol

Untuk perusahaan yang tidak sedang mengalami *financial distress*, variabel SIZE dan BOARDOWN sama-sama memiliki nilai prob t-stat yang kurang dari tingkat signifikansi 5% dan 10%, yaitu sebesar 0.0214 dan 0.0884. Artinya, kedua variabel kontrol ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *agency cost* pada tingkat signifikansi 5% untuk SIZE dan 10% untuk BOARDOWN.

Pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*, ukuran perusahaan justru memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *free cash flow*. Hal ini mungkin disebabkan pada perusahaan yang besar, laba operasi perusahaan relatif lebih besar sehingga *free cash flow* juga meningkat dan menghasilkan rasio *free cash flow* yang meningkat pula. Dengan peningkatan *free cash flow*, maka kemungkinan manajer melakukan tindakan oportunistik terhadap *free cash flow* juga akan semakin meningkat. Oleh karena itu, pengaruh ukuran perusahaan dengan interaksi prospek pertumbuhan dan *free cash flow* adalah positif. Akibatnya *agency cost* juga meningkat seiring dengan besarnya ukuran perusahaan.

Menurut Doukas et. al (2000) dalam McKnight dan Weir (2009) perusahaan dengan ukuran yang lebih besar memiliki *agency cost* yang besar pula. Namun hal ini lebih disebabkan karena kompleksitas informasi terkait perusahaan dengan ukuran yang lebih besar.

Sementara itu, *board ownership* memiliki pengaruh negatif dalam tingkat signifikansi 10% terhadap *agency cost*, yang berarti semakin tinggi *board ownership* maka akan menurunkan *agency cost*. Hasil kesimpulan ini

sesuai dengan penelitian McKnight dan Weir (2009) yang menyatakan bahwa *board ownership* dapat menurunkan *agency cost* dalam signifikansi 10%.

Hasil ini sesuai dengan Jensen dan Meckling (1976) dalam Kayakachoian (2001) yang berpendapat bahwa terdapat konvergensi kepentingan antara pemegang saham dengan manajer, yang mengakibatkan *agency cost* turun akibat keberadaan *boardownership*. Tingginya keberadaan *board ownership* menghindarkan perilaku *perquisites consumption* dari manajemen (Jensen dan Meckling, 1976).

Kesimpulan dari hasil penelitian pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* adalah jika *agency cost* diproksikan dengan rasio beban *Selling, General & Administrative*, maka pengaruh penggunaan utang berpengaruh negatif pada tingkat signifikansi 10%. Hal ini berarti pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*, penggunaan utang pun dapat menjadi mekanisme pengendalian atas pengeluaran beban-beban yang tidak penting atau beban yang mencerminkan *perquisite consumption* dari manajer, salah satunya adalah beban *Selling, General & Administrative*. Hasil kesimpulan ini sesuai dengan penelitian Singh dan Davidson (2003) yang menyatakan bahwa penggunaan utang berpengaruh negatif dengan rasio beban *Selling, General & Administrative*.

Namun jika *agency cost* diproksikan dengan interaksi prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*, maka tidak ada pengaruh yang signifikan dari penggunaan utang. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mempertimbangkan utang perusahaan ketika memanfaatkan *free cash flow* perusahaan. Hasil penelitian ini ternyata tidak mendukung hasil Wu (2004) yang menyatakan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal akan meningkatkan *agency cost*. Karena pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*, tidak menutup kemungkinan bahwa manajer tetap menggunakan *free cash flow* untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif daripada harus mendistribusikannya ke pemegang saham.

Dari penjelasan di atas, secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua yang diajukan penulis yang menyatakan bahwa penggunaan utang

dalam struktur modal perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* berpengaruh positif terhadap *agency cost* tidak dapat diterima.

4.6.3 Hasil Penelitian pada Perusahaan *Financial Distress*

Berikut adalah hasil regresi yang menguji pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan rasio beban *Selling, General & Administrative* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*. Hasil pengujian dengan menggunakan Eviews ditampilkan pada tabel 4.22 berikut ini :

Tabel 4.22 Hasil Regresi Perusahaan *Financial Distress*

$$AC1_i = \beta_0 + \beta_1 DER_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 BOARDOWN_i + \varepsilon$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
DER	-0.007416	-0.64289	0.2614
SIZE	-0.036492	-2.22743	*0.0149
BOARDOWN	-6.155743	-1.9181	*0.0300
C	0.660859	2.838713	0.0062
R-squared			0.1785
Adjusted R-squared			0.1360
F-statistic			4.2007
Prob(F-statistic)			0.0093

AC1 = *Agency Cost* (rasio SG&A dibagi dengan total penjualan),
 DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan,
 BOARDOWN = *board ownership*.

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

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R²* untuk model pertama adalah 0.1360 yang artinya variabel independen mampu menjelaskan variabel dependennya sebesar 13.60%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen kurang mampu dalam menjelaskan variabel dependen. Dalam uji F nilai probabilitas f-statistik adalah 0.0093 atau lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Maka keputusannya adalah H_0 ditolak, yaitu variabel independen rasio *leverage* (DER) dan dua variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) dan *board ownership* (BOARDOWN) dalam model ketiga secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *agency cost*.

a. Variabel DER

Jika melihat nilai dari prob t-stat untuk variabel DER adalah 0.2614, dimana nilai tersebut menunjukkan bahwa variabel rasio *leverage* DER tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio beban *Selling, General & Administrative* dibagi dengan total penjualan karena prob t-stat yang melebihi tingkat signifikansi 5%.

Hasil uji-t tersebut menunjukkan bahwa adanya penggunaan utang dalam struktur modal di perusahaan yang mengalami *financial distress* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *agency cost*. Hasil ini tidak sesuai dengan kesimpulan yang dikemukakan Singh dan Davidson (2003) yang menyatakan bahwa rasio *leverage* berpengaruh negatif signifikan pada rasio beban *Selling, General & Administrative* sehingga ketika rasio *leverage* meningkat maka *agency cost* akan turun. Zhang dan Li (2008) juga berpendapat bahwa rasio *leverage* berhubungan terbalik dengan *agency cost*. Artinya, peningkatan rasio *leverage* akan menurunkan *agency cost* karena adanya aktivitas pengawasan dari kreditur (Ang et. al, 2000).

Tidak signifikannya pengaruh rasio *leverage* (DER) pada *agency cost* ini mungkin disebabkan karena penggunaan utang juga tidak menjadi mekanisme pengendalian atas *agency cost* yang tepat dalam perusahaan yang sedang mengalami *financial distress*. Dengan demikian diperlukan cara lain untuk mengatasinya, seperti kepemilikan yang terkonsentrasi yang berpengaruh negatif signifikan dengan *agency cost* sesuai dengan penelitian Bathala et.al (1994) dalam Haryono (2005).

b. Variabel Kontrol

Dalam perusahaan yang sedang mengalami *financial distress*, variabel SIZE dan BOARDOWN sama-sama memiliki nilai prob t-stat yang kurang dari tingkat signifikansi 5%, yaitu sebesar 0.0149 dan 0.030. Artinya, kedua variabel kontrol ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *agency cost*.

Dimana, variabel SIZE memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap rasio beban *Selling, General & Administrative*, artinya ukuran perusahaan yang besar akan memiliki rasio beban *Selling, General & Administrative*

relatif kecil. Hal ini mungkin disebabkan karena semakin besar perusahaan, maka pengendalian internal atas beban *Selling, General & Administrative* -nya semakin baik, sehingga dapat membatasi tindakan *perquisite* manajemen atas pengeluaran beban *Selling, General & Administrative*. Akibatnya, *agency cost* pada perusahaan juga menurun seiring dengan bertambah besarnya ukuran perusahaan.

Hasil ini juga sesuai dengan penelitian Lin (2006) dan Fachrudin (2011) yang menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki skala ekonomis dan penjualan yang lebih besar sehingga rasio beban *Selling, General & Administrative* menjadi efisien pada perusahaan besar.

Selain itu, *board ownership* juga memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *agency cost*, yang berarti semakin tinggi *board ownership* akan menurunkan *agency cost*. Hal ini konsisten dengan Kren dan Kerr (1997) yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh dewan direksi dan dewan komisaris akan memberikan insentif baginya untuk bertindak sebagai pemilik perusahaan, khususnya dalam pengawasan perusahaan terkait pengeluaran beban yang bersifat *perquisite*.

Dalam model keempat, *agency cost* diproksikan oleh interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*. Berikut hasil regresi pada perusahaan yang mengalami *financial distress* :

Tabel 4.23 Hasil Regresi Perusahaan *Financial Distress*

$$AC2_i = \beta_0 + \beta_1 DER_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 BOARDOWN_i + \varepsilon$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
DER	-0.002737	-0.35036	0.3637
SIZE	-0.007985	-1.12232	0.1332
BOARDOWN	-4.630531	-1.3156	0.0968
C	0.164023	1.701624	0.0942
R-squared			0.05656
Adjusted R-squared			0.00776
F-statistic			1.15903
Prob(F-statistic)			0.33321

AC2 = *Agency Cost* (interaksi prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*), DER = Rasio total utang dibagi total ekuitas, SIZE = ukuran perusahaan, BOARDOWN = *board ownership*.

Dalam uji F nilai probabilitas f-statistik adalah 0.33321 atau lebih besar dari $\alpha = 5\%$. Maka keputusannya adalah H_0 diterima, yaitu variabel independen rasio *leverage* (DER) dan dua variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) dan *board ownership* (BOARDOWN) dalam model keempat secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap *agency cost* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Hal ini dikarenakan pada perusahaan yang sedang mengalami *financial distress*, penggunaan utang bukan lagi menjadi mekanisme pengendalian atas tindakan oportunistik manajer dalam memanfaatkan *free cash flow*. Sebenarnya ketika perusahaan mengalami *financial distress*, kondisi penurunan keuangan tersebut sudah menjadi insentif bagi manajer untuk bertindak sejalan dengan tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan profit dan kesejahteraan pemegang saham (Grossman dan Hart, 1982)

Oleh karena itu, pada perusahaan yang sedang mengalami *financial distress* penggunaan utang tidak mempengaruhi *agency cost* perusahaan secara signifikan bersama-sama dengan variabel ukuran perusahaan dan *board ownership*.

Dari hasil penelitian pada perusahaan yang mengalami *financial distress*, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga yang menyatakan penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan yang mengalami *financial distress* berpengaruh negatif terhadap *agency cost* tidak dapat diterima. Secara konsisten hasil penelitian menunjukkan bahwa *agency cost*, yang diprosikan dengan rasio beban *Selling, General & Administrative* maupun dengan interaksi prospek pertumbuhan dengan *free cash flow* tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang dalam struktur modal.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan Jensen dan Meckling (1976) dalam Cao (2006) yang menyatakan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran yang tidak penting dan memberi dorongan pada manajer untuk mengoperasikan perusahaannya dengan lebih efisien, khususnya kehati-hatian manajer dalam

pengeluaran kas yang terjadi pada saat perusahaan yang memiliki banyak utang sedang berada dalam kondisi *financial distress*.

Penggunaan utang pada perusahaan yang mengalami *financial distress* tidak berpengaruh terhadap *agency cost* mungkin dikarenakan penggunaan utang tidak dapat menjadi mekanisme pengendalian atas beban *Selling, General & Administrative* maupun *free cash flow* dalam perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Dengan demikian diperlukan cara lain untuk mengatasinya, seperti kepemilikan yang terkonsentrasi yang berpengaruh negatif signifikan dengan *agency cost* sesuai dengan penelitian Bathala et.al (1994) dalam Haryono (2005). Konsentrasi kepemilikan akan memberikan insentif pemegang saham untuk memonitor tindakan manajer agar memilih tindakan yang sesuai dengan kepentingan pemilik. Jatiningrum dan Rofiqoh (2004) juga menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki manfaat kontrol bagi manajemen.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 dengan mengkategorikannya pada perusahaan yang mengalami *financial distress* maupun tidak mengalami *financial distress*. Berdasarkan analisis yang dilakukan pada bab sebelumnya, maka dapat dibuat kesimpulan yaitu :

1. Terdapat perbedaan pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal antara perusahaan yang mengalami maupun tidak mengalami *financial distress* terhadap *agency cost* jika diproksikan dengan interaksi antara prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*. Namun, jika *agency cost* diproksikan dengan rasio beban *Selling, General & Administrative* maka tidak ada perbedaan pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal antara perusahaan yang mengalami maupun tidak mengalami *financial distress* terhadap *agency cost*.
2. Untuk perusahaan manufaktur yang dikategorikan sebagai perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*, penggunaan utang dalam struktur modal tidak berpengaruh positif terhadap *agency cost*. Hasil penelitian menunjukkan jika *agency cost* diproksikan dengan rasio beban *Selling, General & Administrative* maka penggunaan utang berpengaruh negatif terhadap *agency cost*. Namun, jika interaksi prospek pertumbuhan dengan *free cash flow* digunakan sebagai proksi atas *agency cost*, maka penggunaan utang tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *agency cost*.

Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian terdahulu yang telah dibahas pada bab sebelumnya yang menyatakan bahwa ada pengaruh positif signifikan penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost*. Seperti penelitian Fachrudin (2011) maupun Wu (2004) yang menyatakan bahwa

penggunaan utang dalam struktur modal akan meningkatkan *agency cost*. Hasil ini mungkin disebabkan karena pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*, manajemen cenderung tidak berhati-hati dalam pengeluaran *discretionary expense* serta tetap menggunakan *free cash flow* untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif.

3. Untuk perusahaan manufaktur yang dikategorikan sebagai perusahaan yang sedang mengalami *financial distress* menunjukkan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal tidak berpengaruh negatif terhadap *agency cost*, baik yang diprosikan dengan rasio beban *Selling, General & Administrative* maupun dengan interaksi prospek pertumbuhan dengan *free cash flow*. Penggunaan utang pada perusahaan yang mengalami *financial distress* tidak berpengaruh terhadap *agency cost* mungkin dikarenakan penggunaan utang tidak menjadi mekanisme pengendalian atas beban *Selling, General & Administrative* maupun *free cash flow* yang tepat dalam perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976) dalam Cao (2006) yang menyatakan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran yang tidak penting dan memberi dorongan pada manajer untuk mengoperasikan perusahaannya dengan lebih efisien, khususnya kehati-hatian manajer dalam pengeluaran kas yang terjadi pada saat perusahaan yang memiliki banyak utang sedang berada dalam kondisi *financial distress*.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Beberapa keterbatasan yang dihadapi penelitian ini adalah :

1. Penelitian ini hanya menggunakan sampel terbatas pada perusahaan yang bergerak di industri manufaktur, sehingga hasilnya kurang dapat digeneralisasi.

2. Metode Altman yang digunakan untuk membagi kategori perusahaan *financial distress* dan *nonfinancial distress* memiliki keterbatasan dan ketidakkonsistenan dengan kondisi *financial distress* itu sendiri. Dimana perusahaan dengan nilai ekuitas yang negatif dalam sampel penelitian ini dikategorikan sebagai perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*.
3. Ukuran yang mewakili *agency cost* pada penelitian ini masih bersifat umum, tidak khusus seperti menggunakan *monitoring cost*, *bonding cost* dan *residual loss*.

5.3 Saran

Berdasarkan keterbatasan yang ada selama penelitian ini, saran-saran yang dapat diberikan adalah :

1. Untuk memperoleh hasil yang lebih baik, penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan sampel dari industri lain atau menggunakan sampel yang mewakili setiap industri sehingga hasil yang diperoleh dapat digeneralisasi
2. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan metode selain metode Altman, seperti metode Ohlson dan Campbell dalam memprediksi perusahaan yang masuk dalam kategori *financial distress* dan *nonfinancial distress*.
3. Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan proksi *agency cost* yang lebih terperinci, seperti menggunakan *monitoring cost*, *bonding cost* dan *residual loss*.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, L. S. (2006, Maret). Prediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Go Public dengan menggunakan Analisis Multinomial Logit. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, XII(1).
- Atkinson, A., & Feltham, G. (1981). Agency Theory Research and Financial Accounting Standards. *The Nature & Role of Research to Support Standard-Setting in Financial Accounting*.
- B, C., & Shapiro, A. (1987). Corporate Stockholders and Corporate Finance. *Financial Management* 16, 5-14.
- Bathala, C., Moon, K., & Rao, R. (1994). Managerial Ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings : an agency perspective . *Financial Management*, 38-50.
- Brahmana, R. (2010). Identifying Financial Distress Condition in Indonesia Manufacture Industry. *International Research Journal of Finance and Economics*.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management* (Eight ed.). Thomson.
- Candrawati, A. (2008). *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keberhasilan Turnaround pada Perusahaan yang Mengalami Financial Distress*.
- Cao, B. (2006). Debt Financing and the Dynamics of Agency Costs. *Dissertation*.
- Claessens, S., & Fan, J. P. (2002). Corporate Governance in Asia : A Survey. *International Review of Finance*, 3(2), 71-103.
- Emery, D. R., Finnerty, J. D., & Stowe, J. D. (2004). *Corporate Financial Management*. Prentice Hall.
- Fachrudin, K. A. (2011). Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13, 37-46.
- Frydenberg, S. (2004). Theory of Capital Structure - A Review.
- Gibson. (2008). *Financial Reporting & Analysis : Using Financial Accounting Information*.

- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentive. (e. John McCall, Penyunt.) *The Economics of Information and Uncertainty*, 107-140.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics 4th Edition*. United States Military Academy, West Point: Gary Burke.
- Hadad, M. D., Santoso, W., & Rulina, I. (2003). Indikator Kepailitan di Indonesia: An Additional Early Warning Tools Pada Stabilitas Sistem Keuangan.
- Haryono, S. (2005). Struktur Kepemilikan dalam Bingkai Teori Keagenan. *Jurnal Akuntansi & Bisnis*, 5, 63-71.
- Jatiningrum, C., & I, R. (2004). Struktur Kepemilikan dan Manajemen Laba. *Simposium Dwi Tahunan The Center for Accounting and Management Development*.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976, October). Theory of the firm : Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Karyono. (2006). *Pengaruh Kepemilikan Manajerial & Kepemilikan Institusional dan Penyebaran Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang Perusahaan (Studi pada Saham-Saham Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEJ)*. Malang: Prodi S1 Akuntansi Universitas Brawijaya .
- Kayakachoian, G. (2001). On Agency Cost and Firms' Decisions. *Proquest Dissertation and Theses*.
- Kieso, Weygandt, & Warfield. (2010). *Intermediate Accounting (IFRS ed., Vol. 1)*. Wiley.
- Kieso, Weygandt, & Warfield. (2011). *Intermediate Accounting (IFRS ed., Vol. 2)*. Wiley.
- Lasfer, M. A. (1999). Debt Structure, Agency Costs and Firm's Size: An Empirical Investigation.
- Leland, H. E. (1998). Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure.
- Lin, L. K. (2006). Study on Related Party Transactions with Mainland China in Taiwan Enterprises.

- Mao, C. X. (2002). Interaction of the Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence.
- McColgan. (2001). *Agency Theory and Corporate Governance : A Review of the Literature from UK Perspective*. United Kingdom: Department of Accounting & Finance University of Strathclyde.
- McKnight, P. J., & Weir, C. (2009). Agency cost, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies : A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 139-158.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2006). Comparing Financial Distress and Bankruptcy. *Journal of Business Finance and Accounting*.
- Singh, M., & Davidson, W. N. (2003). Agency cost, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance* 27, 793-816.
- Soesetio, Y. (2008, September). Kepemilikan Manajerial dan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Probabilitas terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 12(3), 384-398.
- Subramanian, A. (2002). Managerial Flexibility, Agency Costs and Optimal Capital Structure.
- Suhardi, I. Y., & Llewelyn, R. (2001, September). Penggunaan Model Regresi Tobit untuk Menganalisa Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kepuasan Konsumen untuk Jasa Pengangkutan Barang. *Jurnal Manajemen & Kewirausahaan*, 3(2), 106-112.
- Sujoko, & Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9.
- Verbeck, M. (2004). *A Guide to Modern Econometrics*. John Willey & Sons. Ltd.
- Wahidahwati. (2001). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang Perusahaan : Sebuah Perspektif Agency Theory. *Simposium Nasional Akuntansiv IV Ikatan Akuntansi Indonesia*, 1084-1107.
- Wu, L. (2004). The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms. *EFMA 2004 Basel Meetings Paper*.

- Wu, M. (2006). Trimmed and Winsorized Estimators. *Dissertation*.
- Zhang, H., & Li, S. (2008). The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies. *Proceedings of the 16th Annual Conference on Pacific Basin Finance Economics Accounting Management (PBF EAM) Conference*. Brisbane.

LAMPIRAN

Daftar Perusahaan Sampel

Perusahaan Manufaktur			
<i>Financial Distress</i>		<i>Nonfinancial Distress</i>	
Food & Beverages			
ADES	PT Akasha Wira International Tbk	CEKA	PT Cahaya Kalbar Tbk
AISA	PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	FAST	PT Fast Food Indonesia Tbk
DAVO	PT Davomas Abadi Tbk	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
DLTA	PT Delta Djakarta Tbk	MLBI	PT Multi Bintang Indonesia Tbk
ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	MYOR	PT Mayora Indah Tbk
PSDN	PT Prasadha Aneka Niaga Tbk	PTSP	PT Pioneerindo Gourmet International Tbk
TBLA	PT Tunas Baru Lampung Tbk	ROTI	PT Nippon Indosari Corpindo Tbk
		SIPD	PT Sierad Produce Tbk
		SKLT	PT Sekar Laut Tbk
		SMAR	PT SMART Tbk
		STTP	PT Siantar Top Tbk
		ULTJ	PT Ultra Jaya Milk Tbk
Tobacco Manufactures			
		GGRM	PT Gudang Garam Tbk
		HMSP	PT HM Sampoerna Tbk
		RMBA	PT Bentoel International Investama Tbk
Textile Mill Products			
ARGO	PT Argo Pantes Tbk	TFCO	PT Tifico Fiber Indonesia Tbk
CNTX	PT Century Textile Industry Tbk	RDTX	PT Roda Vivatex Tbk
ERTX	PT Eratex Djaja Tbk		
HDTX	PT Pania Asia Indosyntec Tbk		
PAFI	PT Pania Asia Filament Inti Tbk		
SSTM	PT Sunson Textile Manufacture Tbk		
UNTX	PT Unitex Tbk		
Apparel & Other Textile Products			
ESTI	PT Ever Shine Textile Industry Tbk	INDR	PT Indorama Syntetics Tbk
FMII	PT Fortune Mate Indonesia Tbk	SRSN	PT Indo Acidatama Tbk
KARW	PT Karwell Indonesia Tbk		
MYRX	PT Hanson International Tbk		
MYTX	PT Apac Citra Centertex Tbk		
RICY	PT Ricky Putra Globalindo Tbk		
Lumber & Wood Products			
BRPT	PT Barito Pacific Tbk		
SULI	PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk		
TIRT	PT Tirta Mahakam Resources Tbk		

Daftar Perusahaan Sampel (Lanjutan)

Paper & Allied Products			
INKP	PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	FASW	PT Fajar Surya Wisesa Tbk
INRU	PT Toba Pulp Lestari Tbk		
KBRI	PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk		
SAIP	PT Surabaya Agung Industry Pulp & Kertas Tbk		
SPMA	PT Suparma Tbk		
TKIM	PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk		
Chemical & Allied Products			
ETWA	PT Eterindo Wahanatama Tbk	AKRA	PT AKR Corporindo Tbk
LTLS	PT Lautan Luas Tbk	BUDI	PT Budi Acid Jaya Tbk
POLY	PT Asia Pacific Fibers Tbk	CLPI	PT Colorpak Indonesia Tbk
		SOBI	PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk
		TPIA	PT Chandra Asri Petrochemical Tbk
		UNIC	PT Unggul Indah Cahaya Tbk
Adhesive			
		DPNS	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk
		EKAD	PT Ekadharma International Tbk
		INCI	PT Intanwijaya Internasional Tbk
		KKGI	PT Resource Alam Indonesia Tbk
Plastics & Glass Products			
AKKU	PT Aneka Kemasindo Utama Tbk	APLI	PT Asiaplast Industries Tbk
AKPI	PT Argha Karya Prima Industry Tbk	BRNA	PT Berlina Tbk
AMFG	PT Asahimas Flat Glass Tbk	IPOL	PT Indopoly Swakarsa Utama Industry Tbk
FPNI	PT Titan Kimia Nusantara Tbk	SIAP	PT Sekawan Inti Pratama Tbk
IGAR	PT Champion Pasific Indonesia Tbk	TRST	PT Trias Sentosa Tbk
LAPD	PT Leyand International Tbk	YPAS	PT Yanaprima Hastapersada Tbk
LMPI	PT Langgeng Makmur Industry Tbk		
SIMA	PT Siwani Makmur Tbk		
Cement			
		INTP	PT Indocement Tunggal Prakasa Tbk
		SMCB	PT Holcim Indonesia Tbk
		SMGR	PT Semen Gresik (Persero) Tbk
Metal & Allied Products			
GDST	PT Gunawan Dianjaya Steel Tbk Tbk	ALMI	PT Alumindo Light Metal Industry Tbk
JKSW	PT Jakarta Kyoei Steel Works Tbk	BTON	PT Betonjaya Manunggal Tbk
JPRS	PT Jaya Pari Steel Tbk	CTBN	PT Citra Tubindo Tbk
LION	PT Lion Metal Works Tbk	KRAS	PT Krakatau Steel (Persero) Tbk
PICO	PT Pelangi Indah Canindo Tbk	LMSH	PT Lionmesh Prima Tbk
		NIKL	PT Pelat Timah Nusantara Tbk
		TIRA	PT Tira Austenite Tbk

Daftar Perusahaan Sampel (Lanjutan)

Fabricated Metal Products			
		KDSI	PT Kedawang Setia Industrial Tbk
		KICI	PT Kedaung Indah Can Tbk
Stone, Clay, Glass & Concrete Products			
KIAS	PT Keramik Indonesia Assosiasi Tbk	ARNA	PT Arwana Citramulia Tbk
MLIA	PT Mulia Industrindo Tbk	IKAI	PT Intikeramik Alamasri Industry Tbk
		TOTO	PT Surya Toto Indonesia Tbk
Cables			
JECC	PT Jembo Cable Company Tbk	IKBI	PT Sumi Indo Kabel Tbk
KBLM	PT Kabelindo Murni Tbk	KBLI	PT KMI Wire and Cable Tbk
VOKS	PT Voksel Electric Tbk	SCCO	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk
Electronic & Office Equipment			
MLPL	PT Multipolar Tbk	ASGR	PT Astra-Graphia Tbk
MYOH	PT Myoh Technology Tbk	MTDL	PT Metrodata Electronics Tbk
		PTSN	PT Sat Nusapersada Tbk
Automotive & Allied Products			
ADMG	PT Polychem Indonesia Tbk	ASII	PT Astra International Tbk
MASA	PT Multistrada Arah Sarana Tbk	AUTO	PT Astra Otoparts Tbk
NIPS	PT Nipress Tbk	BRAM	PT Indo Kordsa Tbk
PRAS	PT Prima Alloy Steel Tbk	HEXA	PT Hexindo Adiperkasa Tbk
SQMI	PT Renuka Coalindo Tbk	INDS	PT Indospring Tbk
		SMSM	PT Selamat Sempurna Tbk
		SUGI	PT Sugih Energy Tbk
		TURI	PT Tunas Ridean Tbk
		UNTR	PT United Tractor Tbk
		UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk
Photographic Equipment			
INTD	PT Inter Delta Tbk	MDRN	PT Modern Internasional Tbk
KONI	PT Perdana Bangun Pusaka Tbk		
Pharmaceuticals			
SCPI	PT Schering-Plough Indonesia Tbk	DVLA	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk
SQBI	PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk	INAF	PT Indofarma (Persero) Tbk
		KAEF	PT Kimia Farma (Persero) Tbk
		KLBF	PT Kalbe Farma Tbk
		MERK	PT Merck Tbk
		PYFA	PT Pyridam Farma Tbk
		TSPC	PT Tempo Scan Pacific Tbk
Consumer Goods			
TCID	PT Mandom Indonesia Tbk	MRAT	PT Mustika Ratu Tbk

Hasil Regresi Model 1 untuk Perusahaan Gabungan

Dependent Variable: AC1

Method: Least Squares

Date: 07/04/12 Time: 11:35

Sample: 1 138

Included observations: 138

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DER	-0.006380	0.016725	-0.381486	0.7035
SIZE	-0.043377	0.013454	-3.224216	0.0016
BOARDOWN	-0.665174	0.562318	-1.182914	0.2390
DND	-0.032623	0.027978	-1.166018	0.2457
C	0.786240	0.198452	3.961862	0.0001
R-squared	0.179423	Mean dependent var	0.162867	
Adjusted R-squared	0.154744	S.D. dependent var	0.168680	
S.E. of regression	0.155080	Akaike info criterion	-0.854188	
Sum squared resid	3.198637	Schwarz criterion	-0.748128	
Log likelihood	63.93898	Hannan-Quinn criter.	-0.811088	
F-statistic	7.270259	Durbin-Watson stat	1.720791	
Prob(F-statistic)	0.000025			

Hasil Regresi Model 2 untuk Perusahaan Gabungan

Dependent Variable: AC2

Method: Least Squares

Date: 07/04/12 Time: 16:23

Sample: 1 138

Included observations: 138

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DER	-0.009875	0.007802	-1.265768	0.2078
SIZE	0.007667	0.006763	1.133678	0.2590
BOARDOWN	-0.818926	0.324065	-2.527042	0.0127
DND	-0.064057	0.023532	-2.722113	0.0074
C	0.020134	0.096751	0.208102	0.8355
R-squared	0.088718	Mean dependent var	0.085260	
Adjusted R-squared	0.061311	S.D. dependent var	0.132873	
S.E. of regression	0.128735	Akaike info criterion	-1.226561	
Sum squared resid	2.204171	Schwarz criterion	-1.120501	
Log likelihood	89.63272	Hannan-Quinn criter.	-1.183461	
F-statistic	3.237040	Durbin-Watson stat	1.745583	
Prob(F-statistic)	0.014314			

Keterangan : prob t-stat bersifat two tail

Hasil Regresi Model 3 untuk Perusahaan *Nonfinancial Distress*

Dependent Variable: AC1

Method: Least Squares

Date: 07/07/12 Time: 09:08

Sample: 1 76

Included observations: 76

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DER	-0.120856	0.089875	-1.344714	0.1829
SIZE	-0.035651	0.011581	-3.078317	0.0029
BOARDOWN	-0.309269	0.303914	-1.017619	0.3123
C	0.693022	0.163733	4.232633	0.0001
R-squared	0.158651	Mean dependent var		0.162039
Adjusted R-squared	0.123595	S.D. dependent var		0.161172
S.E. of regression	0.150884	Akaike info criterion		-0.893414
Sum squared resid	1.639152	Schwarz criterion		-0.770744
Log likelihood	37.94974	Hannan-Quinn criter.		-0.844389
F-statistic	4.525626	Durbin-Watson stat		1.535402
Prob(F-statistic)	0.005792			

Hasil Regresi Model 4 untuk Perusahaan *Nonfinancial Distress*

Dependent Variable: AC2

Method: Least Squares

Date: 07/06/12 Time: 07:45

Sample: 1 76

Included observations: 76

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DER	-0.101185	0.101293	-0.998938	0.3212
SIZE	0.026916	0.013053	2.062140	0.0428
BOARDOWN	-0.467226	0.342524	-1.364066	0.1768
C	-0.225975	0.184534	-1.224568	0.2247
R-squared	0.103912	Mean dependent var		0.121962
Adjusted R-squared	0.066575	S.D. dependent var		0.176013
S.E. of regression	0.170053	Akaike info criterion		-0.654219
Sum squared resid	2.082095	Schwarz criterion		-0.531548
Log likelihood	28.86030	Hannan-Quinn criter.		-0.605194
F-statistic	2.783083	Durbin-Watson stat		1.732502
Prob(F-statistic)	0.046980			

Keterangan : prob t-stat bersifat two tail

Hasil Regresi Model 3 untuk Perusahaan *Financial Distres*

Dependent Variable: AC1

Method: Least Squares

Date: 07/04/12 Time: 16:28

Sample: 1 62

Included observations: 62

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DER	-0.007416	0.011536	-0.642894	0.5228
SIZE	-0.036492	0.016383	-2.227426	0.0298
BOARDOWN	-6.155743	3.209292	-1.918100	0.0600
C	0.660859	0.232803	2.838713	0.0062
R-squared	0.178498	Mean dependent var		0.157919
Adjusted R-squared	0.136006	S.D. dependent var		0.154427
S.E. of regression	0.143542	Akaike info criterion		-0.982042
Sum squared resid	1.195044	Schwarz criterion		-0.844808
Log likelihood	34.44330	Hannan-Quinn criter.		-0.928160
F-statistic	4.200790	Durbin-Watson stat		1.960048
Prob(F-statistic)	0.009308			

Hasil Regresi Model 2 untuk Perusahaan *Financial Distres*

Dependent Variable: AC2

Method: Least Squares

Date: 07/03/12 Time: 22:07

Sample: 1 62

Included observations: 62

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DER	-0.002737	0.007813	-0.350362	0.7273
SIZE	-0.007985	0.007114	-1.122317	0.2664
BOARDOWN	-4.630531	3.519715	-1.315598	0.1935
C	0.164023	0.096392	1.701624	0.0942
R-squared	0.056559	Mean dependent var		0.050255
Adjusted R-squared	0.007761	S.D. dependent var		0.087881
S.E. of regression	0.087539	Akaike info criterion		-1.971119
Sum squared resid	0.444460	Schwarz criterion		-1.833885
Log likelihood	65.10470	Hannan-Quinn criter.		-1.917238
F-statistic	1.159033	Durbin-Watson stat		2.016663
Prob(F-statistic)	0.333210			

Keterangan : prob t-stat bersifat two tail