

EFEK MEDIASI BIAYA KEAGENAN PADA PERBEDAAN RASIO HUTANG PERUSAHAAN MANUFAKTUR DENGAN PERUSAHAAN NON MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2008-2010

Lisa Gunawan

Praktisi Keuangan & Alumni Program S1 Institut Bisnis dan Informatika Indonesia)

Rudolf L. Tobing

Staf Pengajar pada Institut Bisnis dan Informatika Indonesia

Abstract: *The high value of the company is a coveted desire of each owner of the company, because a high score indicates the prosperity of the shareholders are high as well. To achieve the high value management company have to maximize its capital structure. To achieve the company's value commonly the investors hand over the management to professionals (agents). This study used secondary data taken on an annual basis. The results showed that in the manufacture and non manufacture industry insider ownership and dividends do not affect the agency cost, while the growth opportunity and the firm size effect on the agency cost and agency cost effect on the ratio of debt (leverage). Growth opportunity and dividends affect the debt ratio, while the firm size and insider ownership has no effect on debt ratios. Agency cost mediates the effect of determinants of capital structure on debt ratio. There are differences between manufacture and non manufacture companies in terms of agency cost where agency cost effects more high on manufacture than non-manufacture companies. Another case for the debt ratio, debt ratio has no differences in those two types of firms.*

Keywords: *Capital Structure, Agency Cost, Leverage, Asset Utilization Ratio, Manufacturing*

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan yang tinggi merupakan keinginan yang didambakan oleh setiap pemilik perusahaan, sebab nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran para pemegang saham yang tinggi juga. Untuk mencapai nilai perusahaan yang tinggi tentunya manajemen perlunya memaksimalkan struktur modal. Pengambilan keputusan secara langsung berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan (Brigham dan Houston, 2001:17). Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada agen. Para manajer seringkali berperilaku oportunistik dengan membuat keputusan yang penuh risiko salah satunya dengan menciptakan hutang yang terlalu tinggi untuk meningkatkan nilai perusahaan (Soliha dan Taswan, 2002).

Jensen dan Meckling (1976) menganalisis bagaimana nilai perusahaan dipengaruhi oleh distribusi kepemilikan antara *insider* yang menikmati manfaat dan *outsider* yang tidak menikmati manfaat. Dalam kerangka ini, peningkatan *insider ownership* akan mengurangi pendanaan hutang dan konflik keagenan.

Sejumlah studi mengemukakan bahwa ukuran perusahaan akan berpengaruh pada kebijakan hutang perusahaan. Soliha dan Taswan (2002:7) menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan yang dicukupi dengan pendanaan eksternal.

Dividen dapat digunakan dalam mengurangi *agency conflict* antara manajer dengan pemegang saham sebab pembayaran dividen mengurangi dana *discretioner* yang tersedia bagi manajer (Crutchley dan Hansen; 1989). Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui tingkat hutang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi tingkat hutang secara searah.

Perekonomian Indonesia didukung oleh berbagai industri yang dijalankan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur dengan perusahaan non manufaktur. Perusahaan manufaktur mempunyai karakteristik padat modal sehingga membutuhkan modal yang lebih besar daripada perusahaan non manufaktur. Hutang pun menjadi alternatif pendanaan bagi perusahaan manufaktur yang membutuhkan tambahan modal eksternal.

Rumusan Masalah

Rumusan masalah pada studi ini adalah "Apakah biaya keagenan memberikan efek tidak langsung pada pengaruh determinan struktur modal terhadap perbedaan rasio hutang perusahaan manufaktur dengan perusahaan non manufaktur di Bursa Efek Indonesia?"

Tujuan Penelitian

1. Secara khusus, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *insider ownership*, *dividen*, *firm size*, dan *growth opportunity* terhadap *agency cost* dan *leverage* pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur.
2. Secara umum, penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan pengaruh *agency cost* terhadap *leverage* perusahaan manufaktur dan non manufaktur, serta menguji pengaruh tidak langsung *agency cost* pada pengaruh langsung *insider ownership*, *dividen*, *firm size*, dan *growth opportunity* terhadap *leverage* pada kedua jenis industri perusahaan manufaktur dan non manufaktur.

Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan memberikan manfaat signifikan kepada pihak-pihak:

1. Dunia akademis, dapat menambah literatur mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi biaya keagenan dan kebijakan hutang pada perusahaan-perusahaan manufaktur dan non manufaktur di Indonesia, serta perbedaan struktur modal dan biaya keagenan pada kedua kelompok perusahaan tersebut.
2. Dunia praktek, sebagai bahan masukan bagi para pemilik perusahaan manufaktur dan non manufaktur dalam mengontrol perusahaan guna meminimumkan masalah dan biaya keagenan serta pertimbangan kebijakan hutang.

LANDASAN TEORI DAN KERANGKA PEMIKIRAN

Konsep Dasar Keagenan

Hubungan keagenan didefinisikan sebagai suatu kontrak, yakni satu atau beberapa orang (*principal*), mempekerjakan orang lain (*agen*) untuk melaksanakan sejumlah jasa dan mendelegasikan wewenang untuk mengambil keputusan kepada agen tersebut. Pemberian amanat kepada manajer dapat dipandang sebagai pemisahan fungsi *decision making* dan *risk bearing* (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer sebagai agen yang diberi amanat oleh pemegang saham untuk membuat keputusan yang dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham telah menciptakan konflik potensial atas kepentingan masing-masing pihak yang disebut dengan konflik keagenan dalam konteks teori keagenan.

Fama (1968) mengemukakan bahwa masalah agensi timbul karena pemisahan antara pemilik dan manajer. Masalah agensi timbul karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan dengan manajer atau agen. Sebab agen seringkali bertindak mengutamakan kepentingan pribadinya bukan kepentingan perusahaan. *Agency cost* merupakan biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mengurangi masalah keagenan tersebut, yang dapat berupa: pengeluaran untuk *monitoring*, *bonding* dan *residual cost*. Gitman (2009) menyebutkan bahwa *agency cost* adalah biaya-biaya yang ditanggung pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Untuk dapat menjalankan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Biaya agensi menurut Home dan Wachowicz (1998: 482) dalam Prabansari dan Kusuma (2005: 3) adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa *agency cost* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Kepemilikan saham oleh manajer diperlukan perusahaan karena segala keputusan diambil oleh manajer bukan hanya menjadi tanggung jawab pemilik perusahaan namun juga oleh manajer itu sendiri. Dengan adanya kepemilikan saham oleh insider, maka insider juga akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya, namun juga akan menanggung risiko secara langsung bila keputusan itu salah.

Peningkatan hutang akan menurunkan konflik keagenan dan menurunkan *free cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajer. Perusahaan berkewajiban untuk membayar bunga dan pinjaman pokok hutang secara periodik sehingga dapat mengurangi keinginan manajer menggunakan dana yang tersedia untuk membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal (Jensen, 1986).

Hutang versus Modal Sendiri

Weygant *et al* (2011) menyebutkan bahwa berdasarkan cara dan jangka waktu pelunasan, maka hutang dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang. Gitman (2009: 308-309) mengungkapkan ada empat faktor yang membedakan antara hutang dengan modal sendiri. Pertama, berkaitan dengan hak suara di manajemen. Pemilik modal (saham biasa) merupakan pemilik perusahaan. Mereka memiliki hak suara untuk memilih direktur. Sementara kreditur (pemberi pinjaman) dan pemilik saham preferen hanya memiliki hak suara di saat perusahaan melanggar kewajiban yang telah dijanjikan sebelumnya. Perbedaan kedua, berkaitan dengan klaim terhadap aset dan pendapatan perusahaan. Hak pemilik modal atas pendapatan perusahaan dan aset perusahaan berada di bawah kreditur. Ketiga berhubungan dengan *maturity* atau jatuh tempo dari masing-masing pilihan pendanaan. Tidak seperti hutang, modal sendiri bersifat permanen. Modal sendiri tidak memiliki waktu jatuh tempo kecuali perusahaan mengalami bangkrut. Selanjutnya perbedaan terletak pada perlakuan pajaknya. Pada pendanaan hutang, bunga merupakan pengurang pembayaran pajak (*tax deductible*).

Keuntungan Penggunaan Hutang

Menurut Damodaran (2001: 538) perusahaan yang menggunakan hutang daripada modal sendiri memiliki dua keunggulan. Yang pertama, dari sisi pajak karena bunga hutang merupakan faktor pengurang pajak (*tax deductible*). Yang kedua, hutang memungkinkan perusahaan untuk menentukan peraturan bagi manajer untuk bekerja lebih giat sebagai alasan pembayaran hutang, sehingga hutang menciptakan komitmen untuk melakukan pembayaran atas hutang beserta bunganya.

Insider Ownership

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bagaimana nilai perusahaan dipengaruhi oleh distribusi kepemilikan antara *insider ownership* yang menikmati keuntungan dan *outsider ownership* yang tidak menikmati keuntungan. Peningkatan *insider ownership* akan mengurangi *agency conflict* melalui pengurangan insentif dalam mengkonsumsi keuntungan. Semakin besar *insider ownership* maka perbedaan kepentingan antara pemilik saham dan pengelola perusahaan akan semakin kecil, mereka akan bertindak lebih hati-hati dalam mengambil suatu keputusan.

Ukuran Perusahaan (Firm Size)

Ukuran Perusahaan didefinisikan sebagai determinan dari struktur keuangan dalam hampir setiap studi dan untuk sejumlah alasan yang berbeda. Ukuran perusahaan dapat dinyatakan dengan besarnya total aset, penjualan dan kapitalisasi pasar (Sawir 2004: 101-102).

Growth Opportunity

Fatmasari (2011: 322) mengutip Jensen (1986) menyebutkan bahwa perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi cenderung memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, aktif melakukan investasi, memiliki *free cash flow* yang rendah dan *asset in place* yang kecil. Dalam kondisi seperti itu perusahaan cenderung menggunakan dana eksternal berupa hutang. Pembelian aset ini diasumsikan dapat menimbulkan *agency cost* pada perusahaan, dimana manajer dapat berperilaku boros dalam menginvestasikan kas yang tersedia.

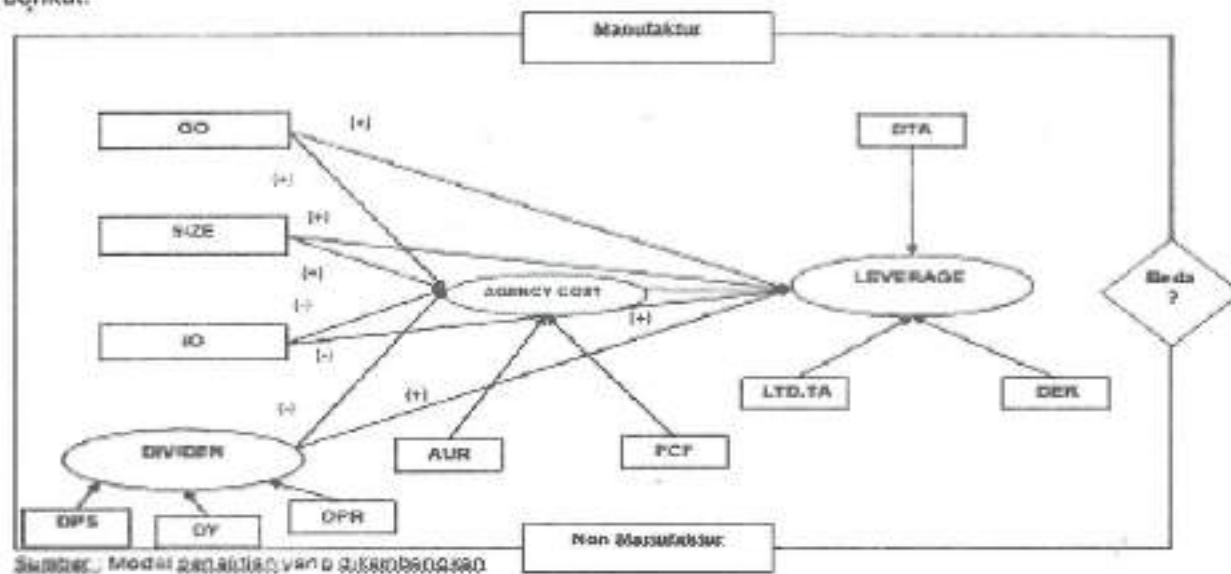
Dividen

Stice *et al* (2004: 902) mendefinisikan dividen adalah pembagian laba kepada pemegang saham dari suatu perusahaan secara proporsional sesuai dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik. Modigliani dan Miller (1954) menyatakan nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power asset* perusahaan, bukan oleh pembayaran dividen. Modigliani dan Miller membuktikan pendapatnya secara sistematis dengan asumsi pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional; tidak ada biaya emisi saham baru, jika perusahaan menerbitkan saham baru; tidak ada pajak; kebijakan investasi

perusahaan tidak berubah. Teori *Bird in-hand* mengeksplisitkan bahwa biaya modal perusahaan akan naik sebagai akibat penurunan pembayaran dividen. Investor akan merasa lebih aman untuk memperoleh pendapatan berupa dividen yang lebih pasti daripada menunggu *capital gain* yang berisiko (Sawir, 2004).

Model Penelitian dan Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran yang dibangun dari konsep teoritis determinan struktur modal dapatlah dikonstruksi bangunan model penelitian empiris pada studi ini adalah seperti pada piktograf berikut:



Dengan hipotesis-hipotesis penelitian sebagai berikut:

- H1: Biaya agensi memediasi positif pengaruh peluang pertumbuhan terhadap rasio hutang
- H2: Biaya agensi memediasi positif pengaruh ukuran perusahaan terhadap rasio hutang
- H3: Biaya agensi memediasi negatif pengaruh *insider ownership* terhadap rasio hutang
- H4: Biaya agensi memediasi positif pengaruh dividen terhadap rasio hutang
- H5: Terdapat perbedaan pengaruh determinan struktur modal dan biaya agensi terhadap rasio hutang perusahaan manufaktur dengan rasio hutang perusahaan non-manufaktur.

METODE PENELITIAN

Objek Penelitian

Objek penelitian di dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tergolong ke dalam industri-industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008 sampai dengan 2010.

Variabel Penelitian

Variabel-variabel penelitian pada studi ini berikut definisi operasional variabelnya adalah :

1. Variabel bebas (*Independent Variabel*)

- 1) *Dividen Yield* menunjukkan perbandingan seberapa besar perusahaan membayar dividen setiap tahun dengan harga per lembar sahamnya.
- 2) *Firm Size* menggambarkan besaran asset perusahaan, diukur dengan Ln (Total Asset)
- 3) *Insider Ownership* merupakan jumlah pemegang saham, direksi atau pejabat perseroan yang memiliki proporsi signifikan dalam saham perseroan.
- 4) *Growth Opportunities* menggambarkan pertumbuhan perusahaan tersebut yang diukur dari pertumbuhan asset dari tahun ke tahun.

2. Variabel Antara (*Intervening Variable*)

Variabel *intervening* pada studi ini adalah *agency cost* yang menggunakan proksi *Asset Utilization Ratio (AUR)* menggambarkan produktivitas yang dicapai oleh pihak manajemen dalam meraih penjualan tahunan perusahaan. Semakin efektif pihak manajemen menggunakan aktiva perusahaan dalam upaya meraih penjualan tahunan (*AUR* tinggi) akan semakin sedikit biaya ekstra yang dikeluarkan untuk melakukan pengawasan dan pengontrolan (Tobing, 2008).

3. Variabel Tidak Bebas (*Dependent Variable*)

Dalam studi ini, variabel tidak bebas adalah rasio hutang (*leverage*) yang diukur dengan *Debt to Total Asset (DTA)* yang menggambarkan perbandingan antara proporsi hutang dengan aset. Rasio ini dapat menggambarkan konflik yang terjadi antara pemilik perusahaan dengan manajer.

Teknik Pengambilan Sampel

Data yang digunakan dalam studi ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Pusat Data Pasar Modal, *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2010 dan www.idx.co.id. Pengambilan sampel dengan teknik *judgement sampling*.

Teknik Analisis Data

Penyelesaian model persamaan berjenjang pada studi ini menggunakan analisis regresi ganda dan *path analysis*. Dengan model-model persamaan berjenjang sebagai berikut:

a) Model persamaan *Agency Cost*

$$AC = \alpha_0 + \alpha_1 GO + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 IO + \alpha_4 DIV + \alpha_5 D_1 + \alpha_{16} GO.D_1 + \alpha_{25} SIZE.D_1 + \alpha_{34} IO.D_1 + \alpha_{43} DIV.D_1 + \epsilon_1$$

dimana AC = Biaya keagenan; GO = Pertumbuhan perusahaan; SIZE = Ukuran perusahaan
IO = Kepemilikan insider; DIV = Dividen

D₁ = Dummy berdasarkan industri (D₁ = 1 untuk manufaktur, dan D₁ = 0 untuk selainnya)

b) Model persamaan *Leverage*

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 GO + \beta_2 SIZE + \beta_3 IO + \beta_4 DIV + \beta_5 AC + \beta_6 D_1 + \beta_{16} GO.D_1 + \beta_{26} SIZE.D_1 + \beta_{36} IO.D_1 + \beta_{46} DIV.D_1 + \beta_{56} AC.D_1 + \epsilon_2$$

dimana LEV = rasio hutang

c) Model persamaan *intervening* untuk perusahaan manufaktur dan non manufaktur

$$AC = \delta_1 GO + \delta_2 SIZE + \delta_3 IO + \delta_4 DIV + \epsilon_1$$

$$LEV = \gamma_1 GO + \gamma_2 SIZE + \gamma_3 IO + \gamma_4 DIV + \gamma_5 AC + \epsilon_2$$

Efek	Growth- leverage	Firm size- leverage	Insider ownership- leverage	Dividen- leverage
Langsung	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4
Tidak langsung	$\delta_1 \gamma_5$	$\delta_2 \gamma_5$	$\delta_3 \gamma_5$	$\delta_4 \gamma_5$
Total	$\gamma_1 + \delta_1 \gamma_5$	$\gamma_2 + \delta_2 \gamma_5$	$\gamma_3 + \delta_3 \gamma_5$	$\gamma_4 + \delta_4 \gamma_5$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengaruh variabel-variabel independen (*growth opportunity, firm size, dividen, dan insider ownership*) terhadap variabel dependen (*leverage*) dengan variabel *intervening* variabel (*agency cost*) adalah sebagai berikut:

$$AC = -0,395GO -0,142SIZE + 0,05IO -0,061DIV$$

A. Model Persamaan Agency Cost

Hasil Uji ANOVA model persamaan Agency Cost

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,405 ^a	,216	,198	,8901128

a. Predictors: (Constant), GO, IO, DIV, SIZE

Hasil Uji Determinasi model persamaan Agency Cost

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	40,841	4	10,210	12,887	,000 ^a
	Residual	148,160	187	,792		
	Total	189,001	191			

a. Predictors: (Constant), GO, IO, DIV, SIZE

b. Dependent Variable: AC

Hasil Regresi linier persamaan Agency Cost

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,000	,064		-,002	,998
	IO	,050	,070	,050	,713	,477
	SIZE	-,142	,072	-,142	-1,972	,050
	DIV	-,081	,066	-,081	-1,225	,222
	GO	-,395	,067	-,395	-5,911	,000

a. Dependent Variable: AC

Estimasi persamaan untuk model persamaan Agency Cost adalah:

$$AC = -0,395GO - 0,142SIZE + 0,05IO - 0,081DIV$$

B. Model Persamaan Leverage

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,150 ^a	,023	-,004	,9966024	2,223

a. Predictors: (Constant), AC, DIV, IO, SIZE, GO

b. Dependent Variable: LEV

Hasil Regresi Linier Model persamaan Leverage

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	8,50E-005	,057		,002	,999
	IO	-,008	,062	-,008	-,136	,892
	DIV	,080	,059	,080	1,344	,180
	AC	,520	,065	,520	8,004	,000
	SIZE	,068	,064	,068	1,056	,292
	GO	-,209	,065	-,209	-3,230	,001

a. Dependent Variable: LEV

Estimasi persamaan untuk model persamaan Leverage adalah:

$$LEV = -0,209GO + 0,068SIZE - 0,008IO + 0,080DIV + 0,520AC$$

C. Model Persamaan Agency Cost Berdasarkan Industri

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,502 ^a	,252	,215	,8611207

a. Predictors: (Constant), GO.Dummy, IO.Dummy, Dummy, DIV, SIZE, DIV Dummy, SIZE Dummy, GO, IO

Hasil Regresi linier persamaan Agency Cost berdasarkan industri

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,139	,097		-1,424	,156		
	IO	,139	,242	,139	,572	,569	,070	14,230
	SIZE	-,088	,100	-,088	-,876	,382	,409	2,442
	DIV	-,037	,082	-,037	-,447	,656	,608	1,645
	GO	-,071	,205	-,071	-,348	,730	,098	10,212
	Dummy	,258	,131	,130	1,970	,050	,947	1,956
	IO.Dummy	-,135	,253	-,128	-,532	,595	,071	14,166
	DIV.Dummy	-,156	,140	-,092	-1,111	,268	,602	1,662
	SIZE.Dummy	-,131	,146	-,095	-,904	,367	,375	2,867
	GO.Dummy	-,334	,217	-,316	-1,538	,126	,097	10,300

a. Dependent Variable: AC

Estimasi persamaan untuk model persamaan Agency Cost adalah:

$$AC = -0,071GO - 0,088SIZE + 0,139IO - 0,037DIV + 0,130D_1 - 0,316GO.D_1 - 0,095SIZE.D_1 - 0,128IO.D_1 - 0,092DIV.D_1$$

D. Model persamaan *Leverage* berdasarkan industri

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,550 ^a	,436	,402	,7804818

a. Predictors: (Constant), AC.Dummy, Dummy, DIV, IO, Dummy, SIZE, GO, DIV Dummy, SIZE Dummy, AC, GO, Dummy, IO

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,022	,086		-,256	,798
	IO	-,385	,212	-,385	-1,817	,071
	DIV	,006	,072	,006	,086	,931
	SIZE	-,111	,088	-,111	-1,264	,208
	GO	-,041	,179	-,041	-,228	,820
	AC	,308	,113	,308	2,733	,007
	Dummy	-,054	,116	-,027	-,464	,643
	IO.Dummy	,455	,222	,434	2,053	,042
	DIV.Dummy	,168	,123	,111	1,525	,129
	SIZE.Dummy	,364	,128	,263	2,839	,005
	GO.Dummy	-,170	,192	-,161	-,881	,379
	AC.Dummy	,345	,138	,294	2,506	,013

a. Dependent Variable: LEV

Estimasi persamaan untuk model persamaan *Leverage* adalah :

$$LEV = -0,041GO - 0,111SIZE - 0,385IO + 0,006DIV + 0,308AC - 0,027D, - 0,161GO.D, + 0,263SIZE.D, + 0,434IO.D, + 0,111DIV.D, + 0,294AC.D,$$

Pengaruh *Growth Opportunity*, *Firm Size*, *Insider Ownership*, dan *Dividen* terhadap *Leverage* yang dijembatani oleh *Agency Cost*

Efek	GO - LEV	SIZE - LEV	IO - LEV	DIV - LEV
Langsung	-0,209*	0,068	-0,008*	0,080
Tidak langsung	-0,2054	-0,07384	0,026	-0,04212
Total	-0,4144	-0,00584	0,018	0,03788

Keterangan: *) signifikan pada taraf uji 10%

Berdasarkan tabel di atas ditunjukkan bahwa efek negatif *growth opportunity* terhadap *leverage* akan semakin negatif ketika AUR meningkat (*agency cost* menurun). Dengan demikian, *agency cost* memediasi secara positif pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage*. Sedangkan *firm size*, efek positif *firm size* akan semakin negatif ketika AUR meningkat (*agency cost* turun), namun tidak signifikan. Dengan demikian, *agency cost* tidak signifikan menjembatani pengaruh *size* terhadap *leverage*. Sama halnya dengan *size*, *agency cost* tidak signifikan menjembatani pengaruh *dividen* terhadap *leverage*. Untuk variabel *insider ownership*, efek negatif *insider ownership* terhadap *leverage* akan semakin positif ketika AUR meningkat (*agency cost* menurun). Dengan demikian, *agency cost* memediasi secara negatif pengaruh *insider ownership* terhadap *leverage*.

PEMBAHASAN HASIL

Pengaruh variabel-variabel independen (*growth opportunity*, *firm size*, *dividen*, dan *insider ownership*) terhadap variabel dependen (*leverage*) dengan variabel intervening variabel (*agency cost*) adalah sebagai berikut:

a. *Growth Opportunity*

Estimasi dan pengujian model *agency cost* menunjukkan *growth opportunity* (GO) berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel AUR, dengan kata lain GO berpengaruh signifikan positif terhadap *agency cost*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Makmun (2003) dalam Yeniatie dan Destriana (2010) yang menyatakan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat membutuhkan dana yang besar untuk kegiatan ekspansi sehingga mendorong perilaku boros manajer menggunakan kas yang tersedia. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi menunjukkan produktifitas manajemen yang rendah dalam menggunakan aktiva perusahaan untuk memperoleh profit maksimum, sehingga *agency cost* tinggi. Berdasarkan hasil estimasi model *leverage*, *growth opportunity* berpengaruh signifikan negatif terhadap *leverage*. Hasil ini belum mengkonfirmasi hasil studi Indahningrum dan Handayani (2009) yang menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Hasil temuan ini mendukung hasil penelitian Fatmasari (2011) dan Moh'd *et al* (1998) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) yang menemukan pengaruh negatif *growth opportunity* terhadap *leverage*; dimana perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung menggunakan *leverage* lebih rendah atau lebih banyak menggunakan dana internal untuk membiayai pertumbuhannya.

b. *Firm Size*

Hasil estimasi dan pengujian model *agency cost* menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh signifikan negatif terhadap AUR, semakin besar *firm size* semakin meningkatkan *agency cost*. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Jensen (1986) dan Canback (2006) yang secara eksplisit menyatakan bahwa biaya agensi meningkat seiring dengan meningkatnya ukuran perusahaan. Hasil ini juga sejalan dengan penelitian Lloyd *et al*. (1985) dalam Utami dan Inanga (2011) yang menunjukkan bahwa untuk perusahaan besar, kepemilikan lebih menyebar sehingga memiliki *bergaining control* yang lebih besar, oleh karena itu meningkatkan biaya keagenan. Dari hasil penelitian ini, dapat diduga semakin besar ukuran perusahaan maka semakin efektif pihak manajemen dalam menggunakan aktiva perusahaan dalam upaya meraih penjualan tahunan (AUR tinggi) sehingga semakin sedikit biaya ekstra yang dikeluarkan untuk melakukan pengawasan dan pengontrolan kepada manajer. Hasil estimasi model *leverage* menunjukkan bahwa *size* tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Hasil temuan ini belum cukup bukti mendukung penelitian Euis dan Taswan (2002) dan Homeifar *et al* (1994) yang menyebutkan bahwa perusahaan besar yang memiliki kemampuan untuk mengembalikan hutangnya akan mendapatkan kepercayaan kreditur untuk menerbitkan hutang dalam jumlah yang besar, sehingga semakin besar ukuran perusahaan semakin meningkat kapasitas hutang yang diperoleh karena kemudahan perusahaan dalam mengakses pasar modal. Belum cukup bukti menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia yang memiliki ukuran perusahaan yang besar akan menggunakan hutang sebagai alternatif pendanaannya.

c. *Dividen*

Berdasarkan hasil pengujian model *Agency Cost*, *dividen* tidak berpengaruh signifikan terhadap AUR (*agency cost*). Hasil penelitian ini belum cukup mengkonfirmasi penelitian Jensen dan Meckling (1976) dan Easterbook (1984) yang menyatakan *dividen* dapat digunakan dalam mengurangi *agency conflict* antara manajer dengan pemegang saham sebab pembayaran *dividen* mengurangi dana *discioner* yang tersedia bagi manajer sehingga *agency conflict* dan *agency cost* pun menurun. Berdasarkan hasil pengujian model *leverage*, *dividen* berpengaruh signifikan positif terhadap *leverage*. Hasil ini sejalan dengan studi Tobing (2008) yang menyebutkan kebijakan *dividen* berpengaruh positif terhadap *leverage* dimana *retained earning* yang tinggi dipakai untuk pembayaran *dividen*, sementara investasi perusahaan tetap dibiayai dari hutang. Kemungkinan lain *retained earning* dipakai untuk pembayaran *dividen*, sementara hutang ditambah untuk *monitoring costs* dalam upaya mendisiplinkan pihak pengelola.

d. *Insider Ownership*

Berdasarkan hasil pengujian model *agency cost* ditunjukkan bahwa *insider ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap AUR (*agency cost*). Hasil penelitian ini belum cukup bukti menunjukkan bahwa pemberian saham kepada manajer akan meningkatkan *agency conflict* yang kemudian akan meningkatkan *agency cost*. Sama halnya dengan hasil pengujian model *leverage*, *insider ownership* tidak

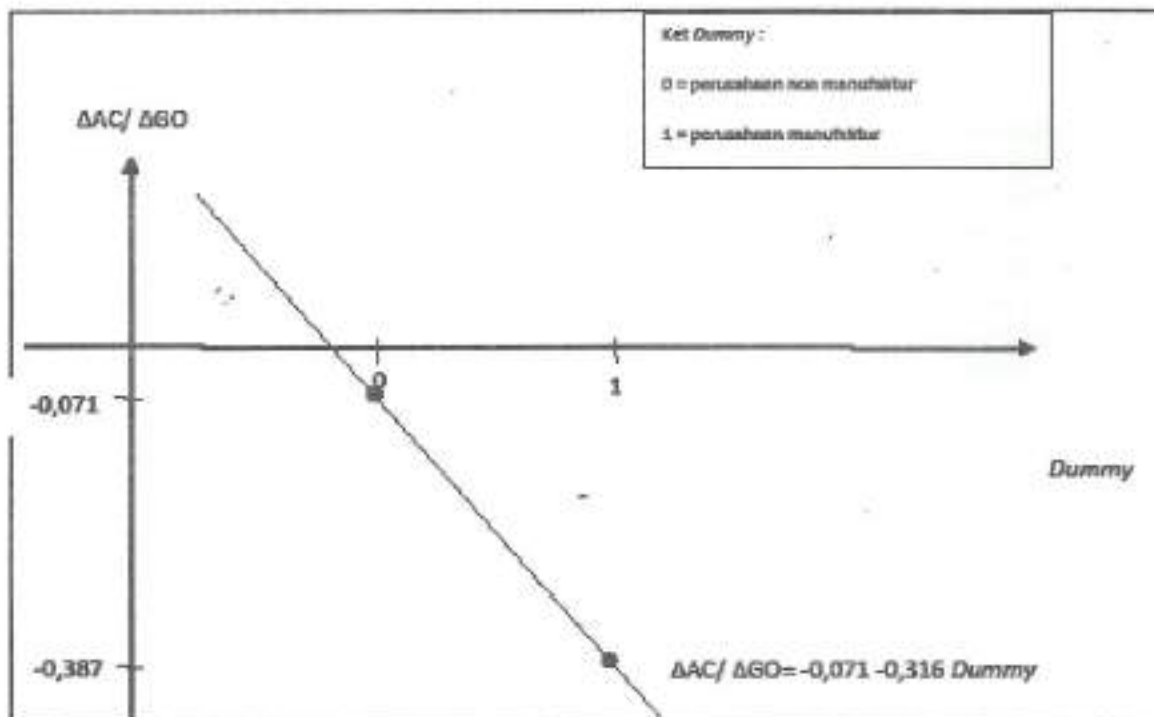
berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Hasil ini belum cukup mendukung penelitian Jensen *et al* (1992) yang berpendapat bahwa adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan, dengan begitu manajer akan lebih berhati-hati sebab manajer akan merasakan dampak dalam tingkat pengembalian maupun risiko kerugian dan kebangkrutan dari keputusan yang dibuatnya.

e. *Agency Cost*

Hasil pengujian model *leverage* mengungkapkan bahwa AUR berpengaruh signifikan positif terhadap *leverage*. Dengan kata lain semakin tinggi biaya agensi akan semakin menurunkan rasio hutang. Hasil temuan ini konsisten dengan hasil studi Tobing (2008) yang mengungkapkan bahwa pengaruh informasi asimetris cenderung mendorong perilaku *pecking order* sehingga perusahaan yang profitabel dan menghadapi biaya keagenan tinggi cenderung menggunakan laba ditahan sebagai prioritas utama pendanaannya, akibatnya menurunkan *leverage* perusahaan. Hasil temuan ini mengidentifikasi adanya rasio AUR yang rendah pada perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan biaya keagenan yang tinggi, rendahnya produktivitas yang dicapai oleh pihak manajemen dalam meraih penjualan tahunan perusahaan akhirnya menyebabkan tingginya tingkat *leverage* perusahaan.

f. *Dummy*

Hasil pengujian model *agency cost* menunjukkan biaya agensi berpengaruh pada perusahaan manufaktur daripada perusahaan non manufaktur. Namun, belum cukup bukti terdapat perbedaan pengaruh variabel *size*, *insider ownership*, dan *dividen* terhadap *agency cost* antara perusahaan manufaktur dan non manufaktur. Sedangkan untuk variabel *growth opportunity*, terdapat perbedaan pengaruh signifikan *growth opportunity* terhadap AUR (*agency cost*) pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur. Hasil penelitian dijelaskan oleh gambar di bawah ini.

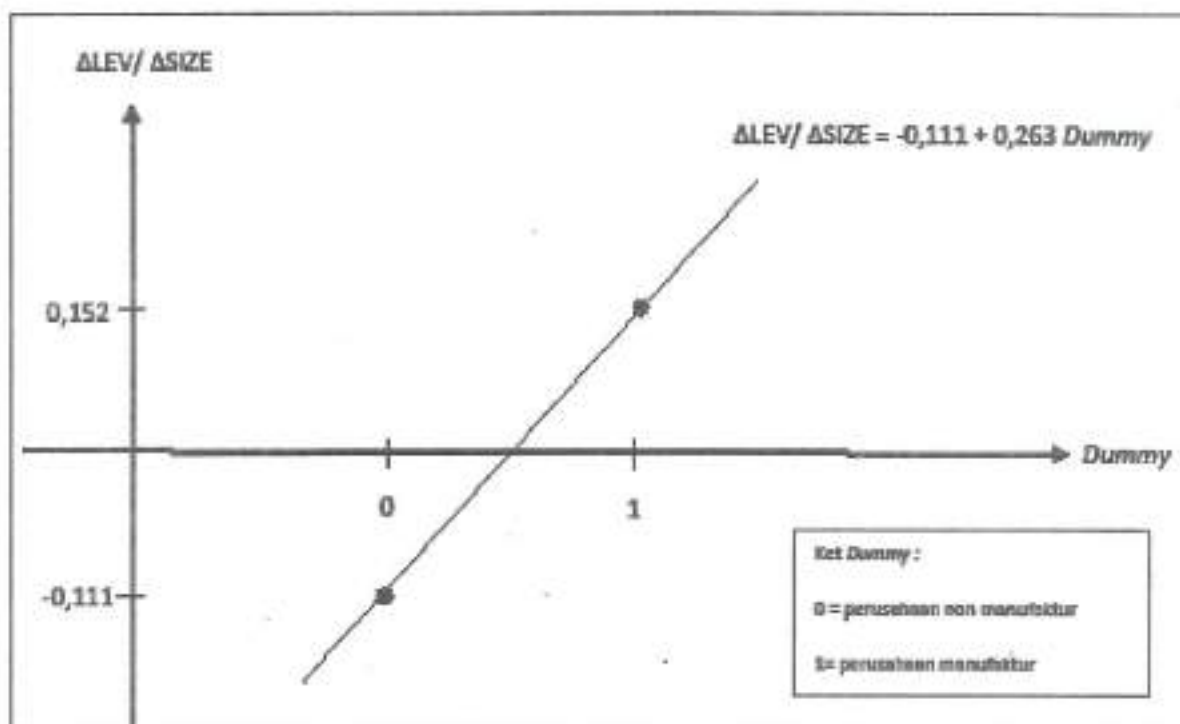


Gambar 1. Pengaruh Perubahan Agency Cost terhadap Growth Opportunity Faktor Perbedaan Industri
Sumber: Data yang diolah

Gambar 1 memperlihatkan nilai $\Delta AC/\Delta GO$ pada perusahaan non-manufaktur sebesar -0,071, sedangkan pada perusahaan manufaktur nilai $\Delta AC/\Delta GO$ sebesar -0,387. Maka $\Delta AC/\Delta GO_{\text{non manufaktur}} > \Delta AC/\Delta GO_{\text{manufaktur}}$. Hal ini menunjukkan pengaruh *growth opportunity* terhadap *agency cost* pada perusahaan yang tergolong industri non-manufaktur lebih tinggi dibandingkan perusahaan manufaktur.

Pengujian model *leverage* berdasarkan industri menunjukkan belum cukup bukti terdapat perbedaan

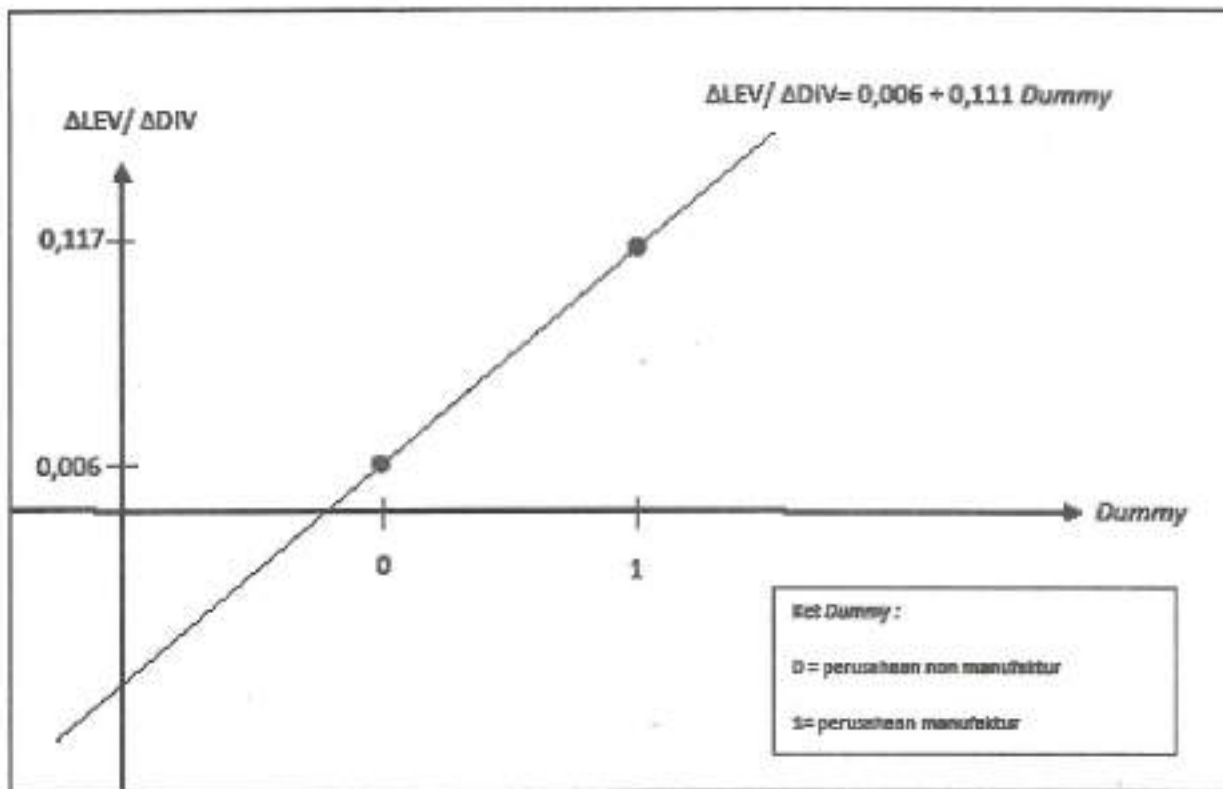
rasio hutang antara perusahaan manufaktur dan non manufaktur. Sedangkan terdapat perbedaan pengaruh signifikan *size*, *insider*, *dividen*, dan *agency cost* antara perusahaan manufaktur dan non manufaktur terhadap *leverage*. Perbedaan pengaruh determinan struktur modal terhadap rasio hutang disajikan pada gambar 2 di bawah ini.



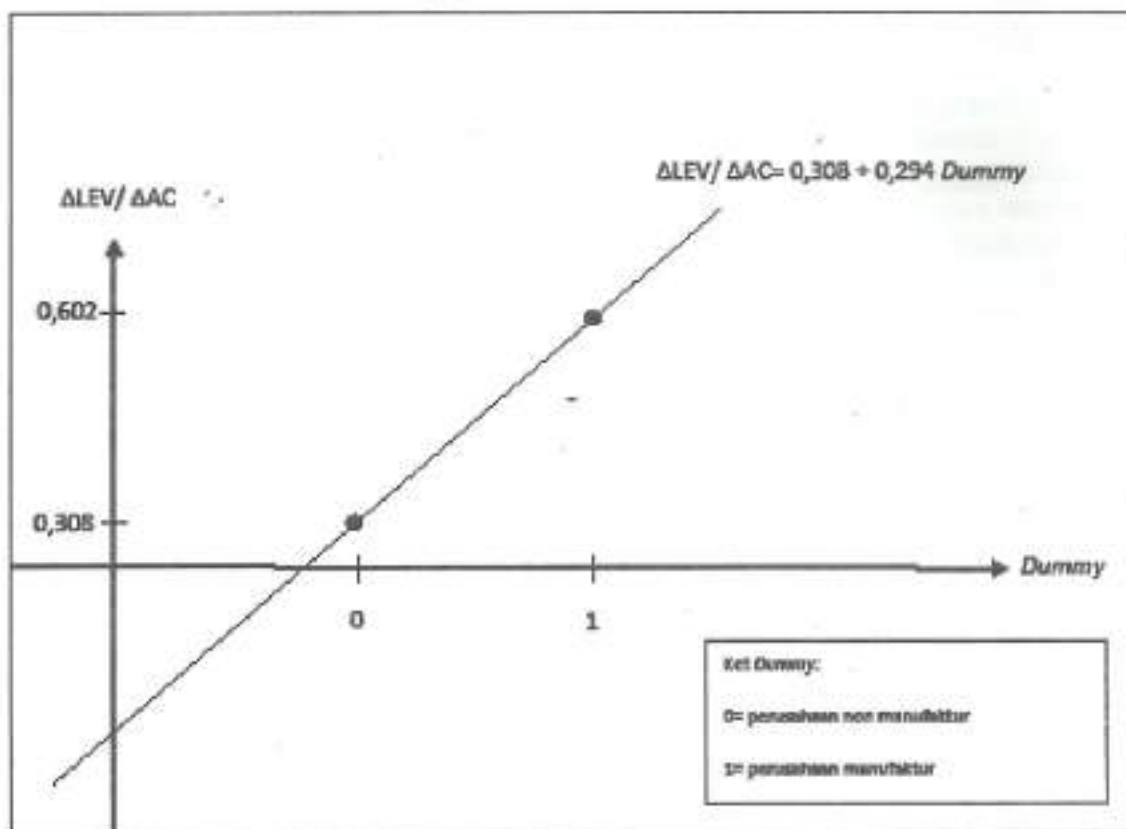
Gambar 2. Pengaruh Perubahan Leverage terhadap perubahan Size faktor Perbedaan Industri
Sumber: Data yang diolah

Pada gambar 2 dapat dilihat nilai $\Delta LEV / \Delta SIZE$ pada perusahaan non manufaktur sebesar -0,111, sedangkan pada perusahaan manufaktur nilai $\Delta LEV / \Delta SIZE$ sebesar 0,152. Maka $\Delta LEV / \Delta SIZE_{\text{non manufaktur}} < \Delta LEV / \Delta SIZE_{\text{manufaktur}}$. Hal ini menunjukkan pengaruh *size* terhadap *leverage* pada perusahaan yang tergolong industri manufaktur lebih besar dibandingkan perusahaan non manufaktur. Dengan demikian, semakin besar ukuran perusahaan manufaktur maka semakin besar rasio hutang yang diciptakan perusahaan tersebut.

Gambar 3 menunjukkan nilai $\Delta LEV / \Delta DIV$ perusahaan non manufaktur sebesar 0,006, sedangkan pada perusahaan manufaktur nilai $\Delta LEV / \Delta DIV$ sebesar 0,117. Maka $\Delta LEV / \Delta DIV_{\text{non manufaktur}} < \Delta LEV / \Delta DIV_{\text{manufaktur}}$. Hal ini menunjukkan pengaruh *dividen* terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur lebih tinggi dibandingkan perusahaan non manufaktur. Terdapat kecenderungan perusahaan manufaktur di Indonesia membayarkan *dividen* dengan pendanaan dari hutang.



Gambar 3. Perubahan Leverage karena perubahan Dividen Faktor Perbedaan Industri
Sumber: Data yang diolah



Gambar 4. Pengaruh Perubahan Agency Cost terhadap Perubahan Leverage Faktor Perbedaan Industri
Sumber: Data yang diolah

Gambar 4 menunjukkan bahwa nilai $\Delta LEV/\Delta AC$ perusahaan non manufaktur sebesar 0,308, sedangkan pada perusahaan manufaktur nilai $\Delta LEV/\Delta AC$ sebesar 0,602. Maka $\Delta LEV/\Delta AC_{\text{non manufaktur}} < \Delta LEV/\Delta AC_{\text{manufaktur}}$. Hal ini menunjukkan pengaruh *agency cost* terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan non manufaktur.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Hasil penelitian ini menunjukkan *growth opportunity* berpengaruh signifikan positif terhadap *agency cost*, yang berarti semakin tinggi *growth opportunity* maka semakin tinggi nilai *agency cost*. *Firm size* berpengaruh signifikan positif terhadap *agency cost*, yang berarti semakin besar *firm size* maka semakin tinggi nilai *agency cost*. Sedangkan *insider ownership* dan *dividen* tidak berpengaruh signifikan terhadap *agency cost*.

Hasil penelitian ini menunjukkan *growth opportunity* berpengaruh signifikan negatif terhadap *leverage*. Hasil ini menunjukkan semakin tinggi *growth opportunity* pada perusahaan maka semakin rendah tingkat *leverage* perusahaan tersebut. *Dividen* berpengaruh signifikan positif terhadap *leverage*. Hasil ini menunjukkan perusahaan yang membayarkan *dividen* yang tinggi akan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi pula. Hasil penelitian ini menyatakan *agency cost* berpengaruh signifikan negatif terhadap *leverage*. Hasil ini menunjukkan perusahaan yang memiliki biaya keagenan tinggi akan memiliki tingkat *leverage* yang rendah. *Size* dan *insider ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Hasil temuan ini menunjukkan belum cukup bukti bahwa perusahaan dengan *firm size* dan proporsi *insider ownership* yang tinggi cenderung memiliki tingkat *leverage* yang tinggi pula.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *agency cost* menjembatani pengaruh langsung *growth opportunity*, *firm size*, *insider ownership*, *dividen* terhadap *leverage*. Dengan adanya hubungan tidak langsung melalui *agency cost* yang rendah maka peningkatan *growth opportunity*, *firm size*, *dividen* akan menurunkan rasio hutang perusahaan. Sedangkan pengaruh *insider ownership* akan meningkatkan rasio hutang perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan perbedaan biaya agensi antara perusahaan manufaktur dan non manufaktur, dimana biaya agensi lebih berpengaruh pada perusahaan manufaktur daripada perusahaan non manufaktur. Sedangkan untuk variabel *growth opportunity*, terdapat perbedaan pengaruh signifikan *growth opportunity* terhadap biaya agensi. Pengaruh *growth opportunity* terhadap *agency cost* pada perusahaan non manufaktur lebih besar dibandingkan perusahaan manufaktur.

Hasil penelitian menunjukkan belum cukup bukti terdapat perbedaan rasio hutang antara perusahaan manufaktur dan non manufaktur. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan *size*, *insider ownership*, dan *dividen* perusahaan industri manufaktur memiliki pengaruh lebih kuat terhadap *leverage* dibandingkan perusahaan non manufaktur.

DAFTAR RUJUKAN

- Anthony, Robert N. Dan Vijaj Govindarajan (2003), *Sistem Pengendalian Manajemen*, Jakarta: Salemba Empat.
- Brealey, Richard. A & Stedwart C. Myers (2000), *Principle of Corporate Finance*, edisi 6, International Edition, Boston : McGraw Hill.
- Brigham, Eugene F., Joel F. Houston (2001), *Fundamental of Financial Management*, Edisi 9, International Edition, Orlando : Harcourt College Publisher, Dryden.
- Claire E. Crutchley and Robert S. Hansen (1989), *A Test of The Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*, Financial Management Winter, hal 36- 46.
- Cooper Donald R. dan Pamela S. Schindler (2006), *Metode Riset Bisnis*, Edisi 9, Jakarta: PT Media Global Edukasi.

- Damodaran, Aswath (2001), *Corporate Finance Theory and Practice*, New York : Willey & Sons.
- Darman (2008), Agency Cost dan Kebijakan Dividen Pada Emerging Market, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Mei Vol. 12 No. 2 Hal 198-203.
- Easterbrook, F.H. (1984), Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, Vol. 74 No.4, Hal.650-659.
- Eugene F. Fama dan Harvey Babiak (1986), Dividend Policy: An Empirical Analysis, *Journal of American Statistic Association*, Desember Vol. 63 No. 324.
- Euis Soliha dan Taswan (2002), Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, September Vol. 9 No. 2, hal 120-148.
- Gitman, Lawrence J. (2003), *Principles of Managerial Finance*, Edisi 10, USA: Person Education, Inc.
- Homaifar, Ghassem, et al (1994), An Empirical Model Of Capital Structure Some of Evidence, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol 21, Hal 1-14.
- Imam Ghozali (2006), *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Edisi ke-4, Semarang: BP UNDIP.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani (2009), Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, PErtumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Desember Vol 11 No. 3, Hal 189- 207.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg, and T.S. Zorn (1992), Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.21, pp.131-144.
- Michael C. Jensen (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Overs, *Harvard Business School*, May Vol 76 No. 2, Hal 323-329.
- Michael C. Jensen dan William H. Meckling (1976), Theory of The Firm, Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, October Vol, 3, No. 4, Hal 305-360.
- Murali and Welch (1989), Empirical Studies of Ownership Structure and Performance. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 4 no.4, Hal 245.
- Rhini Fatmasari (2011), Hubungan Antara Growth Opportunity Dengan Debt Maturity dan Kebijakan Leverage Serta Fungsi Covenant Dalam Mengontrol Konflik Keagenan Antara Shareholders Dengan Debtholders, *Buletin Ekonomi dan Perbankan*, Januari, Hal 320-337.
- Rozeff M (1982), Growth Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, Vol 5, Hal 249-259.
- Sawir, Agnes (2004), *Kebijakan Pendanaan dan Restrukturisasi Perusahaan*, Jakarta : PT Gramedia
- Rudolf L. Tobing (2008), *Disertasi: Studi Mengenai Perbedaan Struktur Modal Perusahaan Penanaman Modal Asing Dengan Perusahaan Penanaman Modal Dalam Negeri yang Go Public di Pasar Modal Indonesia*, Universitas Diponegoro.

- Staffan Canback, Philip S, David Price (2006), Do Diseconomies of Scale Impact Firm Size And Performance? A Theoretical And Empirical Overview, *Journal of Managerial Economics*, Februari Vol. 4 No. 1, Hal 27-70.
- Stice, Eric Ragan, Jennifer Randall, Patrick (2004), Prospective Relations Between Social Support and Depression: Differential Direction of Effects for Parent and Peer Support?, *Journal of Abnormal Psychology*, Februari Vol 113(1), hal 155-159.
- Utami, S.R. and Inanga, E.L. (2011). Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia, *European Journal of Economics*, Vol 13, Hal 1-23.
- Yeniati dan Nicken Destriana (2010), Faktor- Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12 No. 1, Hal 1- 16.
- Yuke Prabansari dan Handri Kusuma (2005), *Faktor- Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur GO PUBLIC di Bursa Efek Jakarta*, Sinergi, Edisi Khusus on Finance, 1-15.