

FAKTOR PENENTU BIAYA KEAGENAN: STUDI EMPIRIK PADA EMITEN PEMBENTUK INDEKS LQ45

Bram Hadianto

Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Maranatha, email: tan_han_sin@hotmail.com

Herlina

Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Maranatha, email: fen_ching@hotmail.com

Abstract

The purpose of this research is to know the impact of debt policy, dividend policy, board commissioner size, and institutional ownership on agency cost. Following Ang et al. (2000), asset utilization ratio (AUR) and operating expense ratio (OER) used as measurement of the agency cost. LQ45 index constituent firms are used as the sample which determined by the purposive sampling technique. The regression model with polled data conducted as data analysis method. The results show that institutional ownership is the only factor that has impact on agency cost measured by asset utilization ratio with positive sign.

Keywords: biaya agensi, kepemilikan institusional

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kebijakan utang, kebijakan dividen, ukuran dewan, dan kepemilikan institusional terhadap biaya agensi. Mengikuti Ang, *et al.* (2000), biaya agensi diproksi oleh rasio utilisasi aktiva (AUR) dan rasio biaya operasi (OER). Emiten pembentuk Indeks LQ45 digunakan sebagai sampel dengan teknik pengambilan sampel bertujuan. Model regresi dengan data gabungan digunakan sebagai metode analisis data. Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan institusional merupakan satu-satunya faktor yang berpengaruh terhadap biaya agensi yang diukur dengan rasio utilisasi aktiva dengan tanda positif.

Kata kunci: biaya agensi, kepemilikan institusional

JEL Classification: G3, G32, G34

1. Latar Belakang

Tujuan didirikannya perusahaan yaitu untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Gitman, 2006: 15). Untuk itu, pemegang saham menyewa manajer untuk menjalankan perusahaan agar tujuan mereka dapat tercapai (Hanafi, 2004: 367). Selanjutnya, tim manajemen diberi kewenangan untuk mengambil keputusan yang terkait dengan operasi dan strategi perusahaan dengan harapan keputusan yang diambil akan memaksimalkan nilai perusahaan (Sugiarto, 2009: 55). Dalam prakteknya, manajer dapat saja memiliki agenda yang tidak selalu konsisten dengan tujuan pemegang saham (Hanafi, 2004: 367). Hal ini didorong oleh dua motivasi manajer, yaitu a) menguasai sumber daya agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan dan b) menjadi pengambil keputusan yang terbebas dari tekanan pihak luar. Manajer tidak suka menerbitkan saham karena mengundang campur tangan pihak luar. Sebaliknya, mereka lebih suka menggunakan dana internal perusahaan (Hanafi, 2004: 11). Dengan digunakannya dana internal, maka manajer dapat saja melakukan tindakan untuk memaksimalkan kemakmurannya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan (Atmaja, 2008a: 13). Oleh karena itu, pemegang saham akan melakukan sejumlah tindakan untuk memastikan bahwa manajer bertindak konsisten sesuai dengan keinginannya. Tindakan semacam ini memerlukan biaya yang disebut sebagai biaya agensi (Hanafi 2004: 11). Biaya ini dikeluarkan oleh pemegang saham untuk mengontrol manajer dari kegiatan pemborosan, baik dalam pengeluaran operasional maupun pembelanjaan aktiva perusahaan (Ang, Cole, dan Lin, 2000).

Beberapa upaya yang dapat dilakukan oleh pemegang saham untuk mengatasi hal ini, antara lain dengan mempertinggi rasio pembayarandividen (Rozeff, 1982; Lloyd, Jahera, dan Page, 1985; Crutchley dan Hansen, 1989), meningkatkan utang (Crutchley dan Hansen, 1989; Mahadwartha, 2003), dan meningkatkan kepemilikan institusional (Faisal, 2005), dan membentuk dewan direksi (*board of director*) (Hanafi, 2004: 11). Beberapa penelitian terdahulu baik yang dilakukan oleh Ang, *et al.* (2000), Singh dan Davidson III (2003), Li dan Cui (2003), Faisal (2005), Moustafa (2005) maupun Florackis (2008) berusaha melakukan verifikasi hubungan antara rasio pembayaran dividen (DPR), rasio utang (DR), ukuran dewan direksi (BOD), dan kepemilikan institusional (IO) dengan biaya agensi, baik yang diproksi dengan rasio utilisasi aktiva maupun dengan rasio biaya operasi. Selengkapnya, hasil penelitian mereka dapat dilihat pada Tabel 1 dan Tabel 2.

Tabel 1. Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu mengenai Faktor yang Mempengaruhi Biaya Agensi yang diproksi dengan Rasio Utilisasi Aktiva

Peneliti	Faktor Yang Mempengaruhi Biaya Agensi			
	DPR	DR	BODS	IO
Ang, <i>et al.</i> (2000)	n.a.	Positif	n.a.	n.a.
Singh dan Davidson III (2003)	n.a.	Positif	Negatif	Tidak berpengaruh
Li dan Cui (2003)	n.a.	Positif	Negatif	Tidak berpengaruh
Faisal (2005)	Positif	Tidak berpengaruh	Positif	Negatif
Moustafa (2005)	n.a.	Tidak berpengaruh	n.a.	n.a.
Florackis (2008)	n.a.	Tidak berpengaruh	Negatif	Positif

Keterangan: DPR = *dividend payout ratio* (kebijakan dividen); DR = *debt ratio* (kebijakan utang); BODS = *sum of board of director* (dewan direksi); IO = *institutional ownership* (kepemilikan institusional); n.a = *not available* (variabel tersebut tidak diteliti).

Berbeda dengan penelitian Ang, *et al.* (2000), Singh dan Davidson III (2003), Li dan Cui (2003), Faisal (2005), Moustafa (2005), maupun Florackis (2008), Davidson III, Bouresli, dan Singh (2006) membuat dua model regresi secara terpisah tentang faktor-faktor yang mempengaruhi biaya agensi. Model regresi pertama dibangun untuk melihat faktor yang mempengaruhi biaya agensi pada saat perusahaan melakukan IPO, sedangkan model regresi yang kedua dibuat untuk melihat pengaruh faktor yang mempengaruhi biaya agensi setelah perusahaan melakukan IPO. Proksi terhadap biaya agensi masih mengikuti proksi yang digunakan oleh Ang, *et al.* (2000). *Blockholder* sebagai proksi atas kepemilikan institusional yang menguasai 5% atau lebih kepemilikan saham perusahaan dan *leverage* digunakan oleh Davidson, *et al.* (2006) sebagai dua faktor dari beberapa faktor pendeterminasi biaya agensi. Hasil temuan mereka menyatakan bahwa *blockholder* dan rasio utang tidak berpengaruh terhadap rasio utilisasi aktiva dan rasio biaya operasi baik pada saat periode IPO maupun setelah periode IPO.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang menguji keterkaitan ukuran dewan direksi dengan biaya agensi (Singh dan Davidson III, 2003; Li dan Cui, 2003; Faisal, 2005; Florakis, 2008), penelitian ini tidak lagi menggunakan ukuran dewan direksi sebagai salah satu faktor penentu biaya agensi karena tidak relevan jika digunakan dalam konteks negara Indonesia. Keberadaan dewan direksi ini relevan pada negara-negara yang menganut model *Anglo-Saxon* (Syakhroza, 2005) yang menggunakan tata kelola sistem dewan tunggal (Prasentyantoko, 2008: 60). Perusahaan-perusahaan di Indonesia sendiri menganut model *Continental Europe*. Ciri utama model *Continental Europe* ini yaitu dikenalnya bentuk dewan ganda yaitu dewan komisaris dan dewan direksi.

Tabel 2. Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu Mengenai Faktor yang Mempengaruhi Biaya Agensi yang Diproksi dengan Rasio Biaya Operasi

Peneliti	Faktor Yang Mempengaruhi Biaya Agensi			
	DPR	DR	BODS	IO
Ang, <i>et al.</i> (2000)	n.a.	Tidak berpengaruh	n.a.	n.a.
Singh dan Davidson III (2003)	n.a.	Negatif	Tidak berpengaruh	Tidak berpengaruh
Li dan Cui (2003)	-	-	-	-
Faisal (2005)	Tidak berpengaruh	Negatif	Negatif	Tidak berpengaruh
Moustafa (2005)	n.a.	Tidak berpengaruh	n.a.	n.a.
Florackis (2008)	n.a.	Negatif	Positif	Negatif

Keterangan: DPR = *dividend payout ratio* (kebijakan dividen); DR = *debt ratio* (kebijakan utang); BODS = *sum of board of director* (jumlah dewan direksi); IO = *institutional ownership* (kepemilikan institusional); n.a = *not available* (variabel tersebut tidak diteliti).

Dalam model *Continental Europe*, dewan komisaris diangkat dan diberhentikan oleh rapat umum pemegang saham (RUPS) sedangkan dewan direksi diangkat dan diberhentikan oleh dewan komisaris (Syakhroza, 2005). Tugas utama dewan komisaris ini yaitu melakukan pengawasan terhadap kinerja dewan direksi (Syakhroza, 2002) selaku pelaksana kegiatan operasional perusahaan (Sukamulja, 2004). Jumlah dewan komisaris tidak boleh terlalu sedikit karena mengganggu kinerja dewan tersebut (Syakhroza, 2004). Dengan demikian, ukuran dewan komisarislah yang relevan diuji keterkaitannya dengan biaya agensi dalam penelitian ini.

Selain ukuran dewan komisaris, faktor-faktor yang mempengaruhi biaya agensi seperti kebijakan dividen, kebijakan utang, dan kepemilikan institusional turut masih tetap digunakan. Hal ini disebabkan karena faktor-faktor tersebut masih memiliki ketidakkonsistenan sebagai faktor pendeterminasi biaya agensi dari satu penelitian ke penelitian lainnya (lihat Tabel 1, Tabel 2, maupun hasil temuan Davidson III, *et al.*, 2006). Ketidakkonsistenan ini mendorong dilakukannya penelitian kembali atas keterkaitan faktor-faktor tersebut dengan biaya agensi. Model penelitian yang digunakan untuk menguji faktor-faktor pendeterminasi biaya agensi tidak berbeda dengan model penelitian-penelitian sebelumnya yaitu dengan menggunakan model regresi berganda.

Penelitian ini dilakukan pada emiten pembentuk indeks LQ45. Sebagai emiten pembentuk indeks LQ45, saham-saham yang dimilikinya tentu saja aktif diperdagangkan dalam kurun waktu tertentu. Tingkat aktivitas perdagangan saham tersebut tercermin lewat kapitalisasi pasarnya. Salah satu proksi ukuran yang digunakan yaitu kapitalisasi pasar (Tripathi, 2009) selain total aktiva, total penjualan dan total ekuitas (Miswanto dan Husnan, 1999). Ukuran perusahaan terkait dengan reputasi perusahaan (Hadianto dan Wijaya, 2010). Semakin besar kapitalisasi pasar saham sebuah perusahaan, perusahaan memiliki reputasi yang semakin tinggi. Sebagai perusahaan yang bereputasi tinggi, tidaklah sulit baginya memasuki pasar utang/*debt market* (Frank dan Goyal, 2003) maupun pasar modal/*equity market* (Titman dan Wesells, 1988; Hadianto, 2007). Dengan demikian, kontrol yang dilakukan pihak kreditur maupun pihak institusi dapat dilakukan. Hal ini tentu saja membantu pemegang saham untuk mengatasi konflik agensi yang terjadi dalam perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kebijakan utang, kebijakan dividen, ukuran dewan komisaris dan kepemilikan institusional terhadap biaya agensi yang diproksi oleh rasio utilisasi aktiva dan rasio biaya operasi. Penelitian ini disusun dengan sistematika penulisan sebagai berikut. Pada bagian kedua, berisi penjelasan tentang teori agensi dan pengembangan hipotesis penelitian mengenai keterkaitan antara kebijakan utang, kebijakan dividen, ukuran dewan komisaris, kepemilikan institusional dengan biaya agensi. Bagian ketiga menengahkan

metode penelitian yang meliputi jenis penelitian yang digunakan, operasionalisasi variabel penelitian, data dan sampel, dan metode yang digunakan. Bagian keempat merupakan hasil penelitian dan pembahasan yang meliputi statistik deskriptif variabel penelitian, hasil uji asumsi klasik, hasil estimasi model regresi, hasil pengujian hipotesis, pembahasan hasil pengujian hipotesis. Bagian kelima menyetengahkan simpulan, keterbatasan, dan implikasi penelitian.

2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Teori Agensi

Dalam teori keagenan (*agency theory*), hubungan agensi didefinisikan sebuah kontrak dimana satu orang atau lebih (pihak prinsipal) mengikat orang (agen) untuk memberikan suatu jasa, selanjutnya pihak prinsipal melakukan pendelegasian wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Pemegang saham sebagai pihak prinsipal menginginkan agar manajer sebagai pihak agen memaksimumkan nilai perusahaan (Brealey dan Myers, 2003: 997). Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemegang saham (Ujiyantho dan Pramuka, 2007). Hal inilah yang disebut sebagai informasi yang tidak simetris antara manajer dan pemegang saham (Putri dan Nasir, 2006).

Apabila kedua pihak masing-masing berusaha memaksimumkan utilitasnya, maka terdapat alasan untuk tidak mempercayai agen (manajer) sesuai dengan kehendak pihak prinsipal/pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Terkadang, pihak manajer dapat memiliki agendanya sendiri yang tidak sesuai dengan pemegang saham, seperti melakukan konsumsi secara berlebihan, membeli lukisan, peralatan kantor, mobil/kendaraan, dan tempat peristirahatan (Ang, *et al.*, 2000).

Untuk itu pemegang saham harus mengeluarkan sejumlah biaya untuk mengontrol aktivitas yang berlebihan seperti itu. Biaya tersebut disebut sebagai biaya agensi. Pada prinsipnya, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan biaya agensi merupakan penjumlahan dari tiga unsur biaya, yaitu *monitoring expenditure* oleh pemilik perusahaan, *bonding expenditure* oleh agen, dan kerugian residual. Menurut Meythi (2008), *monitoring expenditure* didefinisikan sebagai pengeluaran yang timbul dan ditanggung pemilik perusahaan untuk memonitor perilaku agen/manajer, *bonding expenditure* didefinisikan sebagai pengeluaran yang ditanggung agen/manajer untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen/manajer bertindak untuk kepentingan pemilik, dan kerugian residual didefinisikan sebagai kerugian yang timbul karena tindakan agen yang berbeda dari tindakan yang memaksimumkan kepentingan pemilik perusahaan.

Dalam penelitiannya, Ang, *et al.* (2000) menggunakan rasio biaya operasi (*operating expense ratio*) dan rasio utilisasi aktiva (*asset utilization ratio*) sebagai proksi atas biaya agensi. Proksi ini tepat digunakan untuk melihat hubungan yang terjadi antara pemegang saham dan manajer dalam menjelaskan konflik agensi yang terjadi. Hal ini disebabkan karena kedua rasio itu sebenarnya berfungsi untuk mengukur efektivitas manajemen dalam mengendalikan biaya operasi (termasuk di dalamnya adalah konsumsi ekstra yang berlebihan) sekaligus mengendalikan pembelanjaan aktiva tetapnya (termasuk di dalamnya membuat pengeluaran konsumsi bagi pihak eksekutif secara berlebihan sehingga perusahaan membeli aktiva yang tidak produktif, seperti membeli lukisan, peralatan kantor, mobil/kendaraan, dan tempat peristirahatan).

2.2. Kebijakan Utang dan Biaya Agensi

Untuk mengendalikan konflik agensi, perusahaan dapat menerbitkan utang (Mahadwartha, 2003). Penerbitan utang dilakukan jika biaya yang dikeluarkan pemegang saham dalam memantau manajer terlalu tinggi (Easterbrook, 1984). Dengan adanya utang, kelebihan aliran kas dalam perusahaan dapat diturunkan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang

dilakukan oleh pihak manajemen. Dengan adanya penambahan utang dalam struktur modal, perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar biaya bunga secara periodik. Hal inilah yang menyebabkan manajer bekerja keras guna meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban penggunaan utang tersebut (Crutchley dan Hansen, 1989). Salah satu upaya meningkatkan laba yaitu dengan melakukan investasi pada aktiva produktif dan melakukan penghematan dalam mengeluarkan biaya operasi. Dengan demikian, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H₁: Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap rasio utilisasi aktiva.

H₂: Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap rasio biaya operasi.

2.3. Kebijakan Dividen dan Biaya Agensi

Konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham terjadi ketika ketika organisasi menghasilkan aliran kas bebas dalam jumlah yang sangat besar. Manajer ingin tetap memegang kendali atas kas tersebut (Hanafi, 2004: 367). Kelebihan aliran kas tersebut cenderung digunakan manajer untuk meningkatkan kekuasaannya melalui investasi yang berlebihan dan pengeluaran yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan (*excessive perquisites*). Namun ketika pemegang saham pengendali memiliki hak yang besar atas aliran kas, pemegang saham memiliki insentif yang kuat mengendalikan manajer dan memaksimalkan profit yang diperolehnya (La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Sleiver, 1999). Kepemilikan kas yang aliran kas ini menjadi insentif yang kuat untuk meningkatkan pembayaran dividen tunai (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan demikian, kendali atas arus kas bebas tidak lagi berada di tangan manajer namun sudah berpindah ke tangan pemegang saham dalam bentuk dividen (Easterbrook, 1984; Crutchley dan Hansen, 1989). Menurut Sanjaya (2010), hal ini mengimplikasikan efek aliansi/*alignment effect*. Efek aliansi ini merupakan sebuah tindakan yang diambil oleh pemegang saham pengendali dalam rangka menyelaraskan kepentingannya dengan kepentingan pemegang saham bukan pengendali.

Dengan meningkatnya jumlah penentuan dividen yang disyaratkan oleh pemegang saham pengendali, maka manajer diharapkan tidak melakukan tindakan oportunistik sehingga investasi yang dilakukannya ditujukan pada investasi yang tepat dan tidak lagi melakukan pengeluaran yang tidak ada kaitannya dengan aktivitas utama perusahaan. Dengan demikian, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut.

H₃: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap rasio utilisasi aktiva.

H₄: Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap rasio biaya operasi.

2.4. Ukuran Dewan Komisaris dan Biaya Agensi

Negara Indonesia menganut sistem dewan berganda (*dual board system*) seperti yang dipakai di negara Belanda dalam struktur organisasi internalnya. Sistem ini ditandai oleh kehadiran dua jenis dewan, yaitu dewan komisaris dan dewan direksi (Syakhroza, 2002). Dewan komisaris berfungsi sebagai wakil pemegang saham pada khususnya dan pihak berkepentingan pada umumnya (Utama dan Afriani, 2005). Dewan komisaris tidak memiliki hak untuk mengelola perusahaan secara langsung. Dewan ini berperan sebagai pengawas bagi dewan direksi selaku pelaksana kegiatan operasional perusahaan (Sukamulja, 2004). Salah satu keefektifan dewan sebagai mekanisme tata kelola perusahaan terletak pada ukurannya (Florakis, 2008). Hipotesis ketergantungan sumber daya (*resources dependent hypothesis*) menyatakan bahwa keberadaan dewan dianggap dapat mampu memaksimalkan penggunaan sumber daya yang penting bagi perusahaan. Semakin besar ukuran dewan, maka kinerja perusahaan yang tercipta lebih baik (Pfeffer, 1972 dalam Atmaja, 2008b). Hasil temuan Atmaja (2008b)

menunjukkan ukuran dewan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang berskala besar, tetapi ukuran dewan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang berskala kecil.

Perspektif teori agensi menyatakan bahwa keberadaan dewan yang berukuran kecil dapat lebih efektif melakukan pemantauan terhadap aktivitas manajer dari pada dewan yang berukuran besar (Jensen, 1993; Lipton dan Lorsch, 1992 dalam Atmaja, 2008b). Pernyataan ini dikonfirmasi oleh hasil temuan Yermack (1994) yang menunjukkan bahwa keberadaan dewan dengan ukuran kecil berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan dewan dengan ukuran besar tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menjelaskan bahwa dewan yang berukuran kecil lebih efektif dalam memantau aktivitas manajer puncak. Berkaitan dengan proksi biaya agensi yang digunakan dalam penelitian ini, hasil temuan Yermack mengkonfirmasi bahwa dewan dengan ukuran kecil berpengaruh positif terhadap rasio biaya operasi. Meski tidak signifikan, hasil estimasi model regresi menunjukkan terdapatnya hubungan negatif antara dewan berukuran kecil dengan rasio utilisasi aktiva. Berdasarkan perspektif teori agensi tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H₅: Ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap rasio utilisasi aktiva.

H₆: Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap rasio biaya operasi.

2.5. Kepemilikan Institusional dan Biaya Agensi

Kepemilikan institusional menunjukkan proporsi saham yang dimiliki pihak institusi (Dewi, 2008). Pihak institusi dapat berasal dari perusahaan asuransi, perusahaan reksa dana, perusahaan dana pensiun (Gitman, 2006: 20), bank, maupun institusi lainnya (Ujiyantho dan Pramuka, 2007) seperti perusahaan publik yang memiliki bagian saham dalam sebuah perusahaan. Kepemilikan institusional ini bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan (Faisal, 2005). Hipotesis aliansi strategi (*strategic-alignment hypothesis*) menyatakan bahwa investor institusional bekerja sama/berkolusi dengan manajer dengan dasar saling menguntungkan antara dua belah pihak. Hal ini tentu saja menyebabkan penurunan efek manfaat dan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan mengindikasikan tidak efisiennya proses pemantauan yang dilakukan oleh pihak institusional (Pound, 1988).

Hipotesis pemantauan yang efisien (*efficient-monitoring hypothesis*) menyatakan bahwa investor institusional memiliki keahlian yang lebih besar dan dapat memantau manajemen pada biaya yang lebih rendah dari pada sekelompok investor kecil yang tersebar (Pound, 1988). Kehadiran investor institusional dalam jumlah yang besar berpengaruh positif pada nilai pasar perusahaan karena dapat menciptakan pemantauan yang lebih efektif (Shleiver dan Vishny, 1986 dalam Navissi dan Naiker, 2006). Pemantauan ini diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan karena investor institusional dapat mengendalikan perilaku manajer yang oportunistik (Bathala, Moon, dan Rao, 1984). Berdasarkan hipotesis pemantauan tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H₇: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap rasio utilisasi aktiva.

H₈: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap rasio biaya operasi.

3. Metode Penelitian

3.1. Data dan Sampel

Satuan analisis dalam penelitian ini yaitu emiten/perusahaan publik. Unit waktu yang digunakan dinyatakan dalam tahun. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Menurut Hartono (2004: 79), pengambilan sampel dengan metode ini dilakukan berdasarkan kriteria tertentu. Dalam penelitian ini, kriteria sampel yang dimaksud adalah emiten/perusahaan publik yang konsisten sebagai pembentuk indeks saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia selama tahun 1997-2006 (lihat Tabel 3). Kekonsistenan dalam pengambilan sampel

diperlukan mengingat saham yang tergabung dalam Indeks LQ45 selalu mengalami pergantian sebanyak dua kali dalam setahun (Darmadji dan Fakhruddin, 2006). Adapun data yang digunakan yaitu data sekunder berupa rasio keuangan emiten yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD).

Tabel 3. Emiten Pembentuk Indeks LQ45 pada Periode 1997-2006

No.	Kode Saham	Nama Perusahaan Tercatat/ Emiten
1	ASII	PT Astra Internasional, Tbk.
2	GGRM	PT Gudang Garam, Tbk.
3	INDF	PT Indofood, Tbk.
4	ISAT	PT Indosat, Tbk.
5	KLBF	PT Kalbe Farma, Tbk.
6	TINS	PT Timah, Tbk.
7	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia, Tbk.

Sumber: Dimodifikasi dari Darmadji dan Fakhruddin (2006)

3.2. Definisi Operasional

Variabel bebas yang digunakan meliputi kebijakan dividen, kebijakan utang, ukuran dewan direksi, dan kepemilikan institusional, sedangkan variabel terikat yang digunakan yaitu biaya agensi yang diproksi dengan rasio biaya operasi dan rasio utilisasi aktiva.

- Kebijakan utang. Mengikuti Ang, *et al.*, (2000) dan Li dan Cui (2003), kebijakan ini diproksi dengan menggunakan *debt ratio* (DR). Menurut Gitman (2006: 64), rasio ini menggambarkan perbandingan antara total utang dengan total aktiva.
- Kebijakan dividen. Kebijakan ini diproksi dengan menggunakan *dividend payout ratio* (DPR). Menurut Hanafi (2004: 44), rasio ini merupakan perbandingan dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham.
- Ukuran dewan direksi. Ukuran dewan ini diproksi dengan jumlah anggota dewan komisaris (BOC).
- Kepemilikan institusional/IO. Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai persentase jumlah saham yang dimiliki institusi dari seluruh modal saham (Ujiyantho dan Pramuka, 2007) yang besarnya lebih dari 5% (Faisal, 2005).
- Rasio biaya operasi/*operating expense ratio*. Mengikuti Ang, *et al.* (2000), rasio diproksi dengan perbandingan antara biaya operasi terhadap penjualan (OER).
- Rasio utilisasi aktiva/*asset utilization ratio*. Mengikuti Ang, *et al.* (2000), rasio ini diproksi dengan perbandingan penjualan antara yang terjadi selama tahun berjalan terhadap total aktiva (AUR).

3.3. Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu model regresi data gabungan (*pooling data*). Estimasi model regresi data *pooling* mengasumsikan bahwa nilai intersep dari masing-masing perusahaan dianggap sama dan nilai koefisien variabel bebas untuk masing-masing perusahaan adalah identik (Gujarati, 2003: 641). Terdapat dua variabel terikat dalam model penelitian ini. Oleh karena itu, persamaan model regresi terbagi menjadi dua model persamaan. Model regresi pertama merupakan model regresi dengan menggunakan variabel AUR sebagai variabel terikatnya sedangkan model regresi kedua merupakan model regresi dengan menggunakan variabel OER sebagai variabel terikatnya. Dengan demikian, persamaan model regresi yang dimaksudkan adalah sebagai berikut.

$$AUR_{it} = b_0 + b_1DR_{it} + b_3DPR_{it} + b_5BOCS_{it} + b_7IO_{it} + e_{it}$$

$$OER_{it} = b_0 + b_2DR_{it} + b_4DPR_{it} + b_6BOCS_{it} + b_8IO_{it} + e_{it}$$

Sebuah model regresi dikatakan sebagai model empirik yang baik apabila model tersebut lolos dalam serangkaian uji asumsi klasik (Ghozali, 2007: 89). Serangkaian uji asumsi klasik yang dimaksudkan yaitu uji multikolinearitas, uji normalitas, uji heteroskedastisitas, dan uji otokorelasi.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Statistik Deskripsi

Studi empirik ini menggunakan data sekunder yang terdiri dari 7 (tujuh) emiten dan 10 periode waktu (dari tahun 1997 sampai dengan 2006). Berdasarkan kondisi tersebut maka diperoleh 70 observasi data penelitian. Adapun statistik deskripsi dari 70 observasi data penelitian ini tersaji pada Tabel 4.

Tabel 4. Statistik Deskripsi Variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Standar Deviasi
DPR	70	0,00	294,05	32,1287	38,08242
DR	70	0,15	1,00	0,5497	0,22372
BOCS	70	3	13,00	6,185714	2,677295
IO	70	0,00	76,77	36,4547	27,99412
OER	70	0,052481	0,722318	0,27806157	0,220761519
AUR	70	0,227460	1,571714	0,87477038	0,392064090

4.2. Hasil Uji Asumsi Klasik dan Hasil Estimasi Model Regresi

Pada penelitian ini kedua model regresi (model regresi I dan model regresi II) telah memenuhi uji multikolinieritas, normalitas, dan heteroskedastisitas, namun belum memenuhi uji otokorelasi (lihat Tabel 5).

Tabel 5. Ringkasan Hasil Uji Asumsi Klasik

Jenis Uji Asumsi Klasik	Kriteria Uji Statistik/ Indikasi Hasil Pengujian	Model Regresi I (Variabel Terikat: AUR)	Model Regresi II (Variabel terikat: OER)
Uji Multikolinieritas	Variance Inflation Factor (VIF) > 10: Bebas multikolinieritas	Nilai VIF untuk variabel bebas: DPR = 1,294; DR = 1,468; BOC = 1,234; IO = 1,280	
	Interpretasi Hasil Pengujian	Bebas multikolinieritas karena tidak ada nilai VIF dari variabel bebas yang melebihi 10.	
Uji Normalitas: Uji Jarque-Bera	Nilai probabilitas dari Jarque-Bera > 5%: Residual berdistribusi normal.	Nilai probabilitas dari Jarque-Bera: 0,815897	Nilai probabilitas dari Jarque-Bera: 0,174825
	Interpretasi Hasil Pengujian	Residual berdistribusi normal karena nilai probabilitas JB > sebesar 0,01.	
Uji Heteroskedastisitas: Uji White	Nilai probabilitas dari $Obs \cdot R^2$	0,406548	0,067335
	Interpretasi Hasil Pengujian	Model terbebas dari problem heteroskedastisitas karena nilai probabilitas dari $Obs \cdot R^2$ > sebesar 0,01.	
Uji Otokorelasi: Uji Durbin-Watson	Tolak terdapatnya problem otokorelasi jika $d_U < DW < 4 - d_U$. Dengan $\alpha = 5\%$, $k = 4$ dan $N = 70$ maka $d_U = 1,735$ sehingga $4 - d_U = 2,265$ dan $d_L = 1,494$.	Nilai DW = 0,636416	Nilai DW = 0,375553
	Interpretasi Hasil Pengujian	Terdapat otokorelasi positif karena nilai DW lebih kecil daripada nilai d_L sebesar 1,494.	

Mengikuti Gujarati (2003: 428), masalah otokorelasi ditangani dengan metode iterasi Cochrane-Orcutt. Dalam penelitian ini, masalah otokorelasi baru dapat tertangani setelah melalui dua tahap iterasi (lihat Tabel 6).

Tabel 6. Hasil Uji Otokorelasi dengan Uji Durbin-Watson

Panel A. Uji Otokorelasi Model Regresi I		
Nilai Acuan	Iterasi Cochrane Orcutt Tahap I	Iterasi Cochrane-Orcutt Tahap II
Nilai Statistik Durbin-Watson	1,563366	1,984322
Interpretasi Hasil Pengujian	Masuk dalam zona tanpa keputusan karena nilai DW terletak di antara nilai $d_L = 1,494$ dan $d_U = 1,735$	Tidak terdapat problem otokorelasi karena nilai DW terletak di antara $d_U = 1,735$ dan $4-d_U = 2,265$
Panel B. Uji Otokorelasi Model Regresi II.		
Nilai Acuan	Iterasi Cochrane Orcutt Tahap I	Iterasi Cochrane-Orcutt Tahap II
Nilai Statistik Durbin-Watson	1,379781	2,046
Interpretasi Hasil Pengujian	Terdapat otokorelasi positif karena karena nilai DW lebih kecil daripada nilai d_L sebesar 1,494.	Tidak terdapat problem otokorelasi karena nilai DW terletak di antara $d_U = 1,735$ dan $4-d_U = 2,265$

Hasil estimasi kedua model regresi tersaji pada Tabel 7 Panel A dan Panel B. Panel A merupakan hasil estimasi model regresi I dengan rasio utilisasi aktiva (AUR) sebagai variabel terikatnya dan kebijakan utang (DR), kebijakan dividen (DPR), ukuran dewan komisaris (BOCS), kepemilikan institusional (IO) sebagai variabel bebas/penjelasnya. Panel B merupakan hasil estimasi model regresi II dengan rasio biaya operasi (OER) sebagai variabel terikatnya dan kebijakan utang (DR), kebijakan dividen (DPR), ukuran dewan komisaris (BOCS), kepemilikan institusional (IO) sebagai variabel bebas/penjelasnya.

Tabel 7. Hasil Estimasi Model Regresi

Panel A. Model Regresi I (Variabel Terikat: Rasio Utilisasi Aktiva)					
Variabel	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Konstanta)	0,066	0,030	n.a.	2,184	0,032
DR	0,157	0,175	0,109	0,895	0,374
DPR	0,000	0,000	0,075	0,768	0,445
BOCS	0,012	0,017	0,086	0,705	0,483
IO	0,007	0,002	0,450	4,087	0,000
R-square	0,300		F-Statistic	6,948	
Adjusted R-square	0,256		Sig. (F-Statistic)	0,000	
Panel B. Model Regresi II (Variabel Terikat: Rasio Biaya Operasi)					
Variabel	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Konstanta)	0,031	0,010	n.a.	2,955	0,004
DR	0,126	0,073	0,236	1,723	0,090
DPR	0,000	0,000	-0,014	-0,117	0,907
BOCS	0,007	0,007	0,164	1,124	0,265
IO	-0,001	0,001	-0,087	-0,658	0,513
R-square	0,102		F-Statistic	1,846	
Adjusted R-square	0,047		Sig. (F-Statistic)	0,131	

4.3. Pengujian Hipotesis Penelitian

Hipotesis pertama menyatakan kebijakan utang berpengaruh positif terhadap rasio utilisasi aktiva. Berdasarkan hasil pengolahan data yang tersaji pada Tabel 7 Panel A, diperoleh nilai t-statistik untuk variabel DR pada model regresi I sebesar 0,895 dengan *p-value* sebesar 0,374. Karena *p-value* > 0,05 maka pengaruh positif tidak signifikan. Dengan kata lain, kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap rasio utilisasi aktiva. Dengan demikian, hasil penelitian ini konsisten dengan hasil temuan Moustafa (2005) maupun Davidson III, *et al.* (2006).

Hipotesis kedua menyatakan kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap rasio biaya operasi. Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 7 Panel B, diperoleh nilai t-statistik untuk variabel DR pada model regresi II sebesar 1,723 dengan *p-value* sebesar 0,090. Karena *p-value* > 0,05 maka pengaruh positif tersebut tidak signifikan. Dengan kata lain, kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap rasio biaya operasi. Dengan demikian, hasil penelitian ini konsisten dengan hasil temuan Ang, *et al.* (2000), Faisal (2005), Moustafa (2005), maupun Davidson III, *et al.* (2006).

Pengujian Hipotesis 3 menyatakan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap rasio utilisasi aktiva. Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 7 Panel A, diperoleh nilai t-statistik untuk variabel DPR pada model regresi I sebesar 0,768 dengan *p-value* sebesar 0,445. Karena *p-value* > 0,05 maka pengaruh negatif tersebut tidak signifikan. Dengan kata lain, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap rasio utilisasi aktiva. Dengan demikian, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil temuan Faisal (2005).

Pengujian Hipotesis 4 menyatakan kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap rasio biaya operasi. Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 7 Panel B, diperoleh nilai t-statistik untuk variabel DPR pada model regresi II sebesar -0,117 dengan *p-value* sebesar 0,907. Karena *p-value* > 0,05 maka pengaruh negatif tersebut tidak signifikan. Dengan kata lain, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap rasio biaya operasi. Hasil penelitian ini mendukung hasil temuan Faisal (2005) yang menyatakan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya agensi yang diproksi dengan rasio biaya operasi.

Pengujian Hipotesis 5 menyatakan ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap rasio utilisasi aktiva. Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 7 Panel A, diperoleh nilai t-statistik untuk variabel BOCS pada model regresi I sebesar 0,705 dengan *p-value* sebesar 0,483. Karena *p-value* > 0,05 maka pengaruh positif tersebut tidak signifikan. Dengan kata lain, ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap utilisasi aktiva.

Pengujian Hipotesis 6 menyatakan ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap rasio biaya operasi. Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 7 Panel B, diperoleh nilai t-statistik untuk variabel BOCS pada model regresi II sebesar 1,124 dengan *p-value* sebesar 0,265. Karena *p-value* > 0,05 maka pengaruh positif tersebut tidak signifikan. Dengan kata lain, ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap rasio biaya operasi.

Pengujian Hipotesis 7 menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap rasio utilisasi aktiva. Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 11, diperoleh nilai t-statistik untuk variabel IO pada model regresi I sebesar 4,087 dengan *p-value* sebesar 0,000. Karena *p-value* < 0,05 maka pengaruh positif tersebut signifikan. Dengan kata lain, kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap rasio utilisasi aktiva. Dengan demikian, hasil penelitian ini konsisten dengan hasil temuan Florackis (2008).

Pengujian Hipotesis 8 menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap rasio biaya operasi. Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 7 Panel B, diperoleh nilai t-statistik untuk variabel IO pada model regresi II sebesar -0,658 dengan *p-value* sebesar 0,513. Karena *p-value* > 0,05 maka pengaruh negatif tersebut tidak signifikan. Dengan kata lain, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap rasio biaya operasi. Penelitian ini sepenuhnya konsisten dengan hasil temuan Singh dan Davidson III (2003), Faisal (2005),

maupun Davidson III, *et al.* (2006) yang menunjukkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap rasio biaya operasi.

Tabel 8. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan	Hasil
H ₁	Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap rasio utilisasi aktiva.	Tidak Terdukung
H ₂	Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap rasio biaya operasi.	Tidak Terdukung
H ₃	Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap rasio utilisasi aktiva.	Tidak Terdukung
H ₄	Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap rasio biaya operasi.	Tidak Terdukung
H ₅	Ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap rasio utilisasi aktiva.	Tidak Terdukung
H ₆	Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap rasio biaya operasi.	Tidak Terdukung
H ₇	Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap rasio utilisasi aktiva.	Terdukung
H ₈	Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap rasio biaya operasi.	Tidak Terdukung

4.4. Pembahasan

Hasil pengujian hipotesis pertama dan kedua menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap biaya agensi, baik yang diproksi dengan rasio utilisasi aktiva maupun rasio biaya operasi. Temuan ini mengkonfirmasi hasil penelitian Moustafa (2005). Menurut Moustafa, tidak signifikannya pengaruh ini dikarenakan terjadinya pertukaran/*trade-off* digunakannya utang. Di satu sisi, peningkatan utang dapat meningkatkan biaya keagenan mengingat terdapatnya potensi kerugian sekaligus kebangkrutan yang tidak dapat dihindari (Hanafi, 2004: 310). Namun di sisi lain, peningkatan utang juga membawa manfaat berupa penghematan pajak (Hanafi, 2004: 299). Manfaat inilah yang mengcover biaya keagenan akibat digunakannya utang sehingga menyebabkan kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap terhadap biaya agensi.

Hasil pengujian hipotesis ketiga dan keempat menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya agensi, baik yang diproksi dengan rasio utilisasi aktiva maupun rasio biaya operasi. Tidak signifikannya pengaruh ini terjadi karena terdapatnya pertukaran antara manfaat dan biaya akibat diberlakukannya kebijakan dividen (Rozeff, 1982; Llyod, *et al.*, 1985). Di satu sisi, memang kebijakan dividen bermanfaat untuk menurunkan biaya agensi (Lloyd, *et al.*, 1985). Menurut Hanafi (2004: 367), dengan mempertinggi DPR akan mengurangi konflik antara pemegang saham dan manajer karena dengan mempertinggi DPR, pemegang saham mendapatkan bagian yang lebih besar atas kelebihan kas setelah semua investasi dengan NPV positif didanai. Namun di sisi lain, kebijakan ini memunculkan biaya (Rozeff, 1982; Llyod, *et al.*, 1985). Dengan mempertinggi rasio pembayaran dividen, rasio laba ditahan semakin kecil. Sebagai akibatnya, perusahaan menambah dana dari sumber eksternal (Crutchley dan Hansen, 1989) baik yang berasal dari penerbitan surat utang/obligasi (Gitman 2006: 502) maupun penerbitan saham baru (Gitman, 2006: 509).

Tambahan dana dari kedua sumber eksternal inilah yang menurut Lloyd, *et al.* (1985) memunculkan biaya flotasi (*flotation cost*) yang terdiri dari biaya penjaminan emisi (*underwriting cost*) maupun biaya administrasi (*administration cost*) (Gitman, 2006: 502).

Hasil pengujian hipotesis kelima dan keenam menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya agensi yang diproksi dengan rasio utilisasi aktiva maupun rasio biaya operasi. Tidak signifikannya kontrol dewan komisaris dalam mengendalikan perilaku manajer yang oportunistik mungkin disebabkan karena sejajarnya posisi dewan komisaris dan posisi dewan direksi (Syakhroza, 2005). Lebih lanjut Syakhroza dengan mengacu

pada UU Perseroan di Indonesia Tahun 1995 menjelaskan bahwa baik anggota dewan komisaris maupun dewan direksi diangkat dan diberhentikan oleh rapat umum pemegang saham (RUPS). Dengan demikian, kedua dewan ini bertanggungjawab pada pemegang saham. Hal ini berdampak pada keberadaan posisi dewan komisaris di Indonesia yang tidak sekuat organ dewan pengawas yang terdapat dalam model *Continental Europe* meski Indonesia sendiri menganut model *Continental Europe*.

Hasil pengujian hipotesis ketujuh dan kedelapan menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap biaya agensi yang diproksi dengan rasio utilisasi aktiva, tetapi tidak berpengaruh terhadap biaya agensi yang diproksi dengan rasio biaya operasi. Kondisi ini mengindikasikan bahwa investor institusional hanya terfokus dengan pada pemanfaatan penggunaan aktiva dan bukan pada penghematan biaya operasional. Ini terbukti dari ketatnya pemantauan pihak institusi yang dilakukan terhadap besarnya terhadap investasi perusahaan (Brous dan Kini, 1994) yang dilakukan oleh manajer (Hanafi, 2004: 3), baik dalam menentukan bauran maupun jenis aktiva dalam perusahaan (Gitman, 2006: 12). Pemantauan ini dilakukan melalui kepemilikan suara yang dimilikinya dalam manajemen (Gitman, 2006: 17).

Berdasarkan hasil analisis terhadap sampel penelitian yang digunakan dalam penelitian, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan utang, kebijakan dividen, ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya agensi yang diproksi oleh rasio utilisasi aktiva dan rasio biaya operasi. Biaya agensi yang diproksi dengan rasio utilisasi aktiva dipengaruhi kepemilikan institusional secara positif sedangkan biaya agensi yang diproksi dengan rasio biaya operasi tidak dipengaruhi oleh kepemilikan institusional.

Keterbatasan penelitian ini terletak pada kemampuan model regresi yang belum dapat menjelaskan biaya agensi, baik yang diproksi oleh rasio utilisasi aktiva maupun rasio biaya operasi. Hal ini tercermin lewat nilai *adjusted R²* baik pada model regresi I dan II yang rendah (lihat Tabel 7 Panel A dan B). Hal ini dapat dijelaskan oleh dua hal. Pertama, penentuan variabel bebas yang digunakan. Dalam konteks ini, peneliti selanjutnya untuk dapat menambah dan menguji beberapa variabel yang lain yang terkait dengan biaya agensi, seperti: struktur pasar, paket kompensasi untuk manajer, risiko sistematis, risiko tidak sistematis, kepemilikan saham karyawan, diversifikasi (Moustafa, 2005), kepemilikan saham manajerial (Faisal, 2005; Moustafa, 2005), ukuran perusahaan (Ang, *et al.*, 2000; Faisal, 2005) dan umur perusahaan (Ang, *et al.*, 2000; Moustafa, 2005). Kedua, proksi atas biaya agensi yang digunakan. Dalam konteks ini, proksi biaya agensi yaitu rasio biaya operasi yang digunakan belum dapat dijadikan sebagai ukuran biaya agensi mengingat faktor-faktor penjelas yang diuji keterkaitannya dengan proksi biaya agensi ini menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Untuk itu, peneliti selanjutnya disarankan untuk menggunakan *return on equity* (ROE) sebagai proksi biaya agensi (Li dan Cui 2003; maupun Moustafa, 2005). Dengan demikian, model penelitian yang dibangun dapat lebih baik dalam mengakomodir faktor-faktor yang berpengaruh terhadap biaya agensi.

Penelitian ini berimplikasi secara praktis yaitu pada keputusan pemegang saham pengendali dalam mengendalikan biaya agensi. Setidaknya, pemegang saham pengendali dapat menggunakan satu instrumen dalam mengendalikan biaya agensi yaitu dengan meningkatkan kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional memiliki kekuatan dalam mengendalikan manajemen. Semakin tinggi kepemilikan institusional dalam sebuah perusahaan, maka semakin kuat juga suara yang dimunculkan untuk mengontrol aktivitas manajemen.

Daftar Pustaka

- Ang, J.S., R.A. Cole, dan Lin J.W., 2000, Agency Cost and Ownership Structure, *The Journal of Finance*, 55/1, 81-105.
- Atmaja, L.S., 2008a, *Teori dan Praktek Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Yogyakarta: Andi.

- Atmaja, L.S., 2008b, Does Board Size Really Matter? Evidence from Australia, *Gadjah Mada International Journal of Business*, 10/3, 331-352.
- Brealey, R.A. dan Myers, S.C., 2003, *Principle of Corporate Finance*, Seventh Edition, New York: McGraw-Hill.
- Brous, P.A. dan Kini O., 1994, The Valuation Effects of Equity Issues and The Level of Institutional Ownership: Evidence from Analysis' Earning Forecast, *Financial Management*, 23/1, 33-46.
- Curtchley, C.E. dan Hansen R.S., 1989, A Test of Agency Theory of Managerial Ownership Corporate Leverage, and Corporate Dividends, *Financial Management*, 18/4, 36-46.
- Darmadji, T. dan Fakhruddin H.M., 2006, *Pasar Modal di Indonesia*, Edisi Kedua, Jakarta: Salemba Empat.
- Davidson III, W.N., A.K. Bouresli, dan M. Singh, 2006, Agency Cost, Ownership Structure, and Corporate Governance In Pre and Post IPO Period, *Corporate Ownership and Control*, 3/3, 88-95.
- Dewi, S.C., 2008, Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 10/1, 47-58.
- Easterbrook, F.H., 1984, Two Agency-Cost Explanation of Dividend, *The American Economic Review*, 74/4, 650-659.
- Faisal, 2005, Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan, dan Mekanisme Corporate Governance, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 8/2, 175-190.
- Florackis, C., 2008, Agency Cost and Corporate Governance Mechanism: Evidence for UK. Firms, *International Journal of Managerial Finance*, 4/1, 37-39.
- Frank, M. dan V. Goyal, 2003, Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 67/2, 217-248.
- Ghozali, I., 2007, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi Keempat, Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gitman, L.J., 2006, *Principles of Managerial Finance*, Eleventh Edition, Boston: Pearson Addison-Wesley.
- Gujarati, D.N., 2003, *Basic Econometrics*, Fourth Edition, New York: McGraw Hill.
- Hadianto, B., 2007, Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Indonesia Periode 2000-2006: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order, *Jurnal Manajemen*, 7/2, 111-126.
- Hadianto, B. dan Wijaya M.S.V., 2010, Prediksi Kebijakan Utang, Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran, dan Status Perusahaan, Terhadap Kemungkinan Penentuan Peringkat Obligasi, *Prosiding Call For Paper Forum Manajemen Indonesia*, 2, 1-30.
- Hanafi, M.M., 2004, *Manajemen Keuangan*, Edisi 2004/2005, Cetakan Pertama, Yogyakarta: BPFE UGM.
- Hartono, J., 2004, *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*, Edisi 2004/2005, Yogyakarta: BPFE-UGM.
- Jensen, M.C., dan W. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3/4, 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., dan A. Sleiver, 1999, Corporate Ownership Around The World, *The Journal of Finance*, 54/2, 471-517.
- Li, H., dan L. Cui, 2003, Empirical Study of Capital Structure on Agency Cost in Chinese Listed Firms, *Nature and Science*, 1/1, 12-20.
- Lloyd, W.P., J.S. Jahera, dan D.E. Page, 1985, Agency Cost and Dividend Payout Ratios, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24/3, 19-29.

- Mahadwartha, P.A., 2003, Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy To Managerial Ownership: An Agency Theory Perspective, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 18/3, 288-297.
- Miswanto, dan S. Husnan, 1999, The Effect of Operating Leverage, Cyclicity and Firm Size on Business Risk, *Gadjah Mada International Journal of Business*, 1/1, 29-43.
- Moustafa, M.A., 2005, Separation of Ownership from Control and Firm Performance Evidence from UAE, *Journal of Economics and Administrative Sciences*, 21/2, 35-51.
- Pound, J., 1988, Proxy Contest and the Efficiency of Shareholder Oversight, *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Prasentiyantoko, A., 2008, *Corporate Governance: Pendekatan Institusional*, Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Putri, I.F. dan M. Nasir, 2006, Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan, *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi IX*, (K-AKPM 18), 1-25.
- Rozeff, M. S., 1982, Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, 5/3, 249-259.
- Sanjaya, I.P.S., 2010, Efek Entrenchment dan Efek Aligment pada Manajemen Laba, *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi XIII* (AKPM-60), 1-26.
- Singh, M. dan W.N. Davidson III, , 2003, Agency Cost, Ownership Structure, and Corporate Governance Mechanism, *Journal of Banking and Finance*, 27/5, 793-816.
- Sugiarto, 2009, *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan, dan Asimetri Informasi*, Edisi Pertama, Graha Ilmu, Yogyakarta.
- Sukamulja, S., 2004, Good Corporate Governance di Sektor Keuangan: Dampak GCG Terhadap Kinerja Perusahaan (Kasus di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Manajemen dan Bisnis BENEFIT*, 8/1, 1-25.
- Syakhroza, A., 2002, Mekanisme Pengendalian Internal dalam Melakukan Assesment Terhadap Pelaksanaan Good Corporate Governance, *Manajemen Usahawan Indonesia* 32(6), 13-20.
- Syakhroza, A., 2004, Model Komisaris Untuk Efektifitas GCG di Indonesia, *Manajemen Usahawan Indonesia*, 33,5, 13-17.
- Syakhroza, A., 2005, *Corporate Governance: Sejarah, Perkembangan, Teori, Model, dan Sistem Governance serta Aplikasinya pada Perusahaan BUMN*, Pidato Pengukuhan Guru Besar Tetap Pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta: FE-UI.
- Titman, S., dan R. Wessels, 1988, The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, 43/1, 1-19.
- Tripathi, V., 2009, Company Fundamental and Equity Returns in India, *International Research Journal of Finance*, 29, 188-226.
- Ujiyantho, M.A., dan B.A. Pramuka, 2007, Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan (Studi Pada Perusahaan Go-Publik Sektor Manufaktur), *Prosiding Seminar Nasional Akuntansi X*, (AKPM-01), 1-26.
- Utama, S., dan C. Afriani, 2005, Praktek Corporate Governance dan Penciptaan Nilai Perusahaan: Studi Empiris di BEJ, *Manajemen Usahawan Indonesia*, 34/8, 3-14.