



FEB  
UB



PPM SCHOOL OF  
MANAGEMENT

# KONFERENSI NASIONAL RISET MANAJEMEN IX

MALANG, 24-26 NOVEMBER 2015

Inovasi dan Kolaborasi Sebagai Strategi Pengembangan  
Organisasi Secara Berkelanjutan

Disponsori oleh:



Melayani Negeri, Kebanggaan Bangsa



CONSTRUCTION & INVESTMENT

## DAFTAR ISI

	Halaman
<b>FAKTOR FAKTOR MINAT KEWIRAUSAHAAN PADA ANAK MUDA</b> Sartika Garini, Gandhi Pawitan	1
<b>INOVASI FAKTOR NON-KEUANGAN UNTUK MENUNJANG KEBERHASILAN START-UP BISNIS</b> Sri Nathasya Br Sitepu	3
<b>KOLABORASI PERAN DOSEN SEBAGAI MENTOR DEMI PENCAPAIAN PRESTASI AKADEMIK MAHASISWA DI PENDIDIKAN ENTREPRENEURSHIP</b> Fransisca Desiana Pranatasari	5
<b>MINAT WIRAUSAHA PANGAN OLAHAN ORGANIK BERBASIS INOVASI PRODUK PADA UMKM DI MALANG</b> Sri Muljaningsih	6
<b>PERAN POSDAYA DALAM PENGEMBANGAN KEWIRAUSAHAAN SOSIAL DI MASYARAKAT</b> Warcito, Amiruddin Saleh, Tintin Sarianti	7
<b>APAKAH DECEMBER EFFECT TERJADI DI BURSA EFEK INDONESIA?</b> Agus Arman	9
<b>APAKAH PENGGUNAAN UTANG SEBAGAI KONTROL KONFLIK KEAGENAN MASIH EFEKTIF ?</b> Krismi Budi Sienatra, Uki Yonda Aseptia	10



# APAKAH PENGGUNAAN UTANG SEBAGAI KONTROL KONFLIK KEAGENAN MASIH EFEKTIF ?

Krismi Budi Sienatra

Uki Yonda Aseptia

Universitas Ciputra, UC Town, CitraLand, Surabaya

surel : [krismi.budi@ciputra.ac.id](mailto:krismi.budi@ciputra.ac.id)

## Abstrak : Apakah Penggunaan Utang Sebagai Kontrol Konflik Keagenan Masih Efektif ?

Penelitian ini bertujuan untuk menguji penggunaan utang sebagai mediasi antara struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. Hubungan struktur kepemilikan, utang, dan kinerja perusahaan didasarkan pada konflik yang terjadi antara pemilik dengan manajer. Penelitian ini menggunakan analisis jalur dengan mengambil sampel perusahaan manufaktur di Indonesia terutama yang terdaftar di lantai bursa efek. Hasil penelitian menunjukkan utang mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian juga menunjukkan adanya manfaat dari penggunaan utang selain sebagai kontrol terhadap manajer namun juga mampu meningkatkan kinerja perusahaan yang dibuktikan adanya pengaruh positif.

Kata kunci : teori keagenan, utang, kinerja perusahaan.

## 1. PENDAHULUAN

Penelitian ini dilakukan untuk mengkonfirmasi kembali apakah penggunaan utang masih relevan dalam mengatasi konflik keagenan. Teori keagenan memegang peran sentral dalam literatur tata kelola perusahaan. Teori keagenan mengakui bahwa pemisahan kepemilikan dan kontrol di perusahaan menciptakan konflik kepentingan antara pemegang saham perusahaan selaku pemilik dan manajer. Alasannya adalah bahwa manajer seringkali dalam posisi untuk menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan mereka. Akibatnya mempengaruhi pemegang saham selaku pemilik untuk maksimalisasi kekayaan. Jensen dan Meckling (1976) menerangkan manajer cenderung untuk menginvestasikan sumber daya perusahaan ke dalam proyek-proyek yang meningkatkan keuntungan mereka sendiri namun menghasilkan *net present value* yang negatif. Manajer perusahaan juga menolak untuk menyerahkan kendali perusahaan dan sering cenderung menolak likuidasi dan pengambilalihan meskipun mungkin mereka adalah pilihan yang terbaik dari pemegang saham (Harris dan Raviv, 1988).

Konflik antara manajer dan pemegang saham terjadi karena pemisahan kepemilikan dan kontrol perusahaan. Ada beberapa cara untuk mengatasi konflik ini yaitu menggunakan utang sebagai kontrol terhadap manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya persyaratan penutupan utang yang lebih tinggi akan memaksa manajer untuk lebih disiplin sehingga utang dapat menjadi fungsi kontrol terhadap pemenuhan kewajiban terlebih dahulu (Aggarwal *et al.*, 2008). Perusahaan yang menerbitkan utang dapat menurunkan biaya agensi dan mempengaruhi kinerja perusahaan dengan mendisiplinkan atau mendorong manajer untuk bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemegang saham daripada memanjakan diri dalam perilaku diskresioner (Dawar, 2014)

Beberapa penelitian terdahulu telah dilakukan untuk mengukur dampak keputusan penggunaan utang dan kepemilikan manajerial selama beberapa dekade terakhir bukti empiris memiliki hasil yang belum konsisten berkaitan dengan utang menambah nilai positif atau negatif untuk perusahaan dan hubungannya dengan kepemilikan manajerial. Penelitian yang telah dilakukan di Ghana oleh Abor (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan *insider* lebih memilih tingkat utang yang rendah untuk mengurangi resiko gagal bayar. Hasil penelitian yang dilakukan Dawar (2014) di India menemukan hasil yang kontras dengan dalil-dalil teori keagenan. Hasil menunjukkan penggunaan utang tidak mampu menaikkan performa perusahaan. Dawar (2014) berpendapat

bahwa ajaran teori keagenan yang diterapkan di pasar lain harus dilihat dalam konteks yang berbeda dalam kasus India di mana obligasi pasar yang belum berkembang dan sumber utama pendanaan perusahaan terletak pada sektor perbankan. Asumsi yang mendasari di balik teori agensi adalah utang dapat mendisiplinkan perilaku diskresioner manajerial sehingga dapat mengurangi konflik keagenan dan memastikan kinerja perusahaan yang unggul. Namun, di India pemasok modal pinjaman terutama BUMN tunduk pada pemerintah yang berakibat turunya pengawasan dan pendisiplinan perusahaan mereka sehingga timbul adanya hubungan negatif antara utang dan kinerja perusahaan.

Penelitian ini berfokus menguji apakah utang mampu memediasi antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan di Indonesia khususnya pada perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Fokus pada perusahaan manufaktur disebabkan setiap bidang perusahaan memiliki karakteristik berbeda. Perusahaan sektor manufaktur yang menjadi obyek penelitian tidak termasuk BUMN sehingga diharapkan penggunaan utang sebagai kontrol mampu mendorong kinerja perusahaan. Sektor manufaktur juga dipilih karena menurut data Bank Indonesia utang swasta terutama industri pengolahan meningkat 8,5 persen dibandingkan dengan sektor keuangan yang 24,9 persen. Mustami dan Kharismawati (2015) menyebutkan secara keseluruhan utang luar negeri pada tahun 2014 secara year on year naik 10,1 persen dibandingkan pada periode yang sama sebelumnya. Pemilihan sektor manufaktur dipilih sebagai sampel karena representasi tingkat pertumbuhannya cukup baik pada angka 5,3 persen sesuai target pertumbuhan ekonomi pemerintah pada kisaran 5,2 persen – 5,6 persen meskipun dalam situasi resesi.

Penelitian ini dilakukan karena melihat bahwa saat ini perusahaan yang ada di Indonesia masih ada yang manajer yang memiliki pemegang saham. Beberapa penelitian terdahulu masih sedikit ditemui untuk penelitian yang melihat peranan utang sebagai moderasi struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan. Penelitian yang sudah dilakukan oleh Sienatra *et al.* (2015) menemukan hasil bahwa utang mampu memoderasi kepemilikan manajerial dan kinerja yang sekaligus memperkuat dukungan teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) yang memberikan jawaban bahwa utang dapat menjadi kontrol terhadap perilaku manajer. Hasil berbeda ditemukan oleh Dawar (2014) yang tidak menemukan hasil penggunaan utang terhadap kinerja perusahaan. Hasil yang berbeda dalam penelitian terbaru dua tahun terakhir disebabkan karena iklim ekonomi pada saat diambil sampel perusahaan sedang baik dan faktor belum berkembangnya penggunaan obligasi dan perbankan sebagai sumber peminjaman untuk pendanaan perusahaan. Penelitian mengambil rentang waktu tahun 2013 hingga 2014 ketika kondisi perekonomian Indonesia sedang mengalami perlambatan pertumbuhan yaitu pada angka 5,02 persen lebih rendah dari tahun 2013 yang sebesar 5,58 persen (Badan Pusat Statistik, 2015). Pengujian terbaru ingin membuktikan bahwa teori keagenan tetap relevan ketika perekonomian sedang melemah yang dibuktikan dengan jumlah utang yang meningkat dan pertumbuhan yang melambat.

### **Tujuan Penelitian**

Teori keagenan berbicara tentang konflik yang terjadi antara pemegang saham selaku pemilik dengan manajer. Konflik ini secara tidak langsung akan memberikan dampak bagi kinerja perusahaan. Dalam mengatasi konflik ini ada dua cara yang dapat dilakukan pertama menggunakan utang sebagai kontrol terhadap manajer (Jensen, 1976) dan meningkatkan kepemilikan saham manajer untuk menyelaraskan dengan kepentingan pemegang saham (Sheikh dan Wang, 2011). Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan Sienatra *et al.* (2015) dan juga Ahmad dan Mustapha (2011) menemukan adanya dukungan penggunaan utang dan kepemilikan manajerial meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian Dawar (2014) tidak menemukan adanya manfaat penggunaan utang terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji peranan utang sebagai mediasi antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan karena masih ada ketidakkonsistenan hasil. Berdasarkan pemaparan dan penelitian terdahulu yang dilakukan maka penelitian ini mengajukan hipotesis

H1 : Utang mampu memediasi kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan.

## 2. METODE

Pendekatan yang akan dipakai dalam penelitian ini adalah pendekatan penelitian kuantitatif yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara dua variabel atau lebih. Jenis penelitian adalah penelitian eksplanatori yang bertujuan untuk menganalisis hubungan antara satu variabel dengan variabel lainnya (Sekaran, 2006). Data penelitian menggunakan data sekunder yang diperoleh website *www.idx.go.id* Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2014.

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek dalam periode 2013-2014 yang berjumlah 152 perusahaan. Sampel perusahaan dipilih sesuai kriteria yang digunakan dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dan institusional serta perusahaan tidak mengalami kerugian sebanyak 24 perusahaan akhirnya terpilih sesuai kriteria. Alat analisis dalam penelitian ini menggunakan analisis jalur dengan program SPSS dengan variabel-variabel yang digunakan antara lain variabel endogen dependen yaitu kinerja perusahaan dan variabel eksogen independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan utang. Model persamaan dituliskan sebagai berikut :

### Model 1

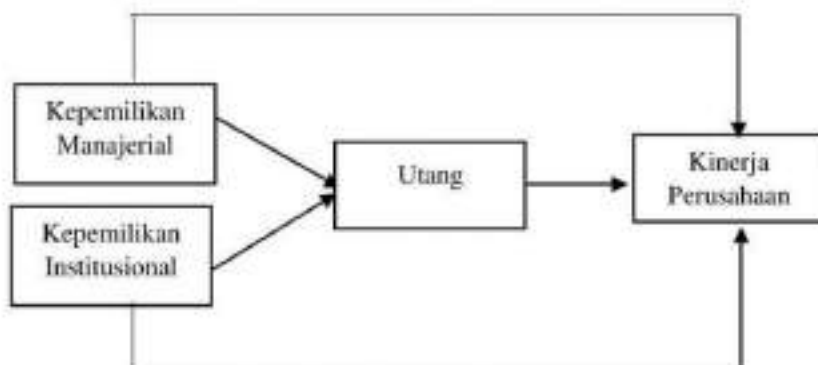
$$Utang_i = \rho_1 \text{Kepemilikan Manajerial} + \rho_2 \text{Kepemilikan Institusional} + \epsilon_1$$

### Model 2

$$\text{Kinerja Perusahaan}_i = \rho_1 \text{Kepemilikan Manajerial} + \rho_2 \text{Kepemilikan Institusional} + \rho_3 \text{Utang} + \epsilon_2$$

Kepemilikan manajerial yang merupakan variabel eksogen adalah jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dalam suatu perusahaan (Joher, 2006). Kepemilikan institusional adalah pemegang saham yang berbentuk instansi, lembaga, atau pemerintah yang tidak aktif dalam kegiatan operasional perusahaan. Kepemilikan institusional diukur dengan persentase jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi atau perusahaan lain (Joher, 2006). Utang menunjukkan seberapa jauh perusahaan menggunakan pendanaan melalui utang (Fosberg, 2004). Salah satu untuk mengukur utang keuangan menggunakan rasio *debt ratio* yang mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai oleh utang terhadap total asset (Ahmad, 2011). Kinerja perusahaan diukur dengan rasio tobin Q yang adalah rasio sebagai perbandingan nilai pasar dengan perkiraan jumlah uang yang harus dikeluarkan untuk mengganti seluruh 3tati tersebut pada saat ini (Rizqia *et al.* 2013).

Berdasarkan deskripsi sebelumnya maka dibuat sebuah kerangka konseptual penelitian sebagai berikut :



Gambar 1 Model Kerangka Konseptual

## 3. HASIL DAN PEMBAHASAN.

**Statistik deskripsi variabel penelitian.** Data variabel penelitian diolah dengan 3tistic deskripsi untuk mengetahui nilai minimum, nilai maksimum, dan nilai rata-rata variabel penelitian selama periode pengamatan. Kepemilikan manajerial memiliki rata-rata sebesar 0.0588 atau 5,88 % pada periode 2013-2014. Standar deviasi untuk kepemilikan manajerial adalah 0.0943 yang artinya pengamatan variasi



kepemilikan manajerial pada tahun 2013-2014 menyimpang dari rata-ratanya sebesar 9,43 %. Kepemilikan institusional memiliki rata-rata nilai sebesar 0.6685 atau sebesar 66,85 % dari keseluruhan total kepemilikan saham di perusahaan. Standar deviasi kepemilikan institusional 0.1841 yang artinya dari pengamatan variasi kepemilikan institusional menyimpang dari rata-ratanya sebesar 18,41 %. Variabel utang memiliki nilai rata rata 0.4595 yang artinya perusahaan dalam penggunaan utang terhadap total 4tati hanya sebesar 45,95 %. Standar deviasi dari utang 0.1784 yang artinya pengamatan variasi *utang* menyimpang dari rata-ratanya sebesar 17,84 %. Variabel kinerja perusahaan yang dalam penelitian ini diproksi dengan rasio tobin's q memiliki nilai rata-rata sebesar 2.1600. Hal ini berarti rata-rata nilai pasar perusahaan lebih besar 2,16 kali dari nilai 4tati perusahaan. Semakin besar rasio tobin's q maka akan semakin baik kinerja perusahaan. Gambaran 4tastic deskriptif dapat terlihat di Tabel 1 dibawah ini.

**Tabel 1.**

**Statistik Deskriptif Variabel Kepemilikan Manajerial, Institusional, Utang, Dan Kinerja Perusahaan**

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviasi
Manajerial	48	.0001	.3338	.0588	.0943
Institusional	48	.3222	.9609	.6685	.1841
Utang	48	.0452	.8005	.4594	.1784
Kinerja	48	.6518	12.6857	2.1600	2.1453

**Hasil Analisis Jalur.** Dari persamaan model 1 dan model 2, data diolah berdasarkan hasil uji substruktur kepemilikan manajerial (X1), kepemilikan institusional (X2), utang (Y), dan kinerja perusahaan (Z). Hasil uji substruktur mendapatkan hasil bahwa kepemilikan manajerial (X1) berpengaruh terhadap utang (Y) yang berarti semakin besar kepemilikan manajerial (X1) akan menyebabkan penggunaan utang semakin besar. Kepemilikan institusional (X2) tidak memiliki pengaruh terhadap utang (Y). Utang (Y) mempunyai pengaruh terhadap kinerja perusahaan (Z) hal ini berarti bahwa semakin besar penggunaan utang akan mampu meningkatkan kinerja perusahaan (Z). Kepemilikan manajerial (X1) tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan (Z) sedangkan kepemilikan institusional (X2) memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan (Z). Secara garis besar hasil uji substruktur dapat dilihat pada Tabel 2.

**Tabel 2**

**Hasil Uji Substruktur Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Institusional, Utang dan Kinerja Perusahaan**

Hubungan	Standard Coefficient Beta	t hitung	P. value	Keterangan
X1 → Z	-.112	-.805	.425	Tidak Signifikan
X2 → Z	.237	2.031	.050	Signifikan
Y → Z	.479	3.663	.001	Signifikan
X1 → Y	.295	2.186	.042	Signifikan
X2 → Y	-.151	-.005	.996	Tidak Signifikan

t Tabel = 2.01537 , df = 44  
 $\alpha$  = 5 % = 0.05  
X1 = Kepemilikan Manajerial  
X2 = Kepemilikan Institusional  
Y = Utang  
Z = Kinerja Perusahaan

Dari hasil uji substruktur selanjutnya akan diuji untuk melihat pengaruh langsung dan tidak langsung. Pengaruh langsung dan tidak langsung ini digunakan untuk menguji apakah penggunaan utang mampu memediasi peran kepemilikan dan kinerja perusahaan. Dalam bagian pendahuluan penelitian ini telah dijelaskan bahwa penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah penggunaan utang masih efektif sebagai kontrol terhadap manajerial akan kinerja perusahaan. Hasil pengaruh tidak langsung menunjukkan nilai koefisien pengaruh tidak langsung kepemilikan manajerial (X1) terhadap kinerja perusahaan (Z) melalui utang (Y) sebesar 0.141 lebih besar dari pengaruh langsung kepemilikan manajerial (X1) terhadap kinerja perusahaan (Z) yang sebesar 0.112. Hal ini menunjukkan utang mampu memediasi peranan kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan (Z). Hasil berbeda ditemukan ketika utang (Y) memediasi peranan kepemilikan institusional (X2) terhadap kinerja perusahaan (Z) dimana tidak ditemukan adanya pengaruh tidak langsung. Hal tersebut dibuktikan dengan nilai koefisien pengaruh tidak langsung sebesar .072 yang lebih kecil dari nilai koefisien pengaruh langsung. Pengaruh total terbesar didapatkan dengan melalui kepemilikan manajerial (X1), utang (Y), dan kinerja perusahaan (Z) sebesar .774. Secara garis besar pengaruh tidak langsung, pengaruh langsung, dan pengaruh total dapat dilihat pada Tabel 3.

**Tabel 3**  
**Pengaruh Tidak Langsung Dan Pengaruh Total Kepemilikan Manajerial Dan Institusional, Utang, Dan Kinerja Perusahaan**

Tipe Pengaruh	Variabel	Standard Coefficient Beta
Pengaruh Langsung	X1 - Z	.112
	X2 - Z	.237
Pengaruh Tidak Langsung	X1 - Y - Z	.141
	X2 - Y - Z	.072
Pengaruh Total	X1 - Y - Z	.774
	X2 - Y - Z	.630
Hasil Hubungan Tidak Langsung	X1 - Y - Z	IE > DE
	X2 - Y - Z	DE > IE
Keterangan :		
X1	= Kepemilikan Manajerial	
X2	= Kepemilikan Institusional	
Y	= Utang	
Z	= Kinerja Perusahaan	
DE	= <i>Direct Effect</i>	
IE	= <i>Indirect Effect</i>	

Salah satu cara mengatasi konflik keagenan teori keagenan dengan menggunakan utang sebagai kontrol terhadap manajer (Jensen and Meckling, 1976). Hasil temuan ini setidaknya masih mendukung teori keagenan dimana cara mengatasinya menggunakan utang sama seperti temuan Abor (2008) dan Sheikh and Wang (2011). Utang sebagai alat kontrol berfungsi mengurangi dana yang tersedia untuk manajer yang mungkin akan disia-siakan pada proyek dengan *net present value* negatif (masalah investasi berlebih) (Aggarwal dan Zhao, 2007). Hasil yang menunjukkan adanya pengaruh negatif dari kepemilikan manajerial terhadap utang menandakan ada hubungan komplementer. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial maka akan semakin meningkatkan penggunaan utang. Kontrol dengan menggunakan utang akan membatasi perilaku dari para manajer yang dapat menyebabkan perilaku yang dapat merugikan perusahaan. Penggunaan utang akan memaksa manajer untuk berhati-hati dalam melakukan fungsi manajerial. Utang merupakan beban perusahaan yang harus dibayarkan kepada debitur di masa akhir pinjaman. Maka menjadi hal yang wajib bagi manajer untuk memprioritaskan kepentingan debitur karena kepentingan debitur lebih didahulukan. Penetapan syarat utang yang tinggi akan mendorong manajer memaksimalkan kinerja perusahaan dalam menghasilkan keuntungan untuk melunasi utang di akhir periode jatuh tempo. Jika manajer tidak mampu melunasi maka ancaman pelengseran hingga pemecatan akan diterima oleh manajer. Hasil statistik menunjukkan peningkatan kepemilikan manajerial diikuti dengan naiknya utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan utang tidak bersifat substitusi.

Telah disebutkan sebelumnya bahwa dalam mengatasi konflik keagenan dapat dilakukan dengan menggunakan utang (Jensen, 1986) dan menaikkan kepemilikan manajerial (Sheikh dan Wang, 2011). Hasil penelitian ini ternyata menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial tidak bisa meningkatkan kinerja perusahaan, sebaliknya penggunaan utang mampu meningkatkan kinerja perusahaan.

Kajian lain manfaat dari penggunaan utang dalam penelitian ini yang menyebabkan kinerja perusahaan meningkat berarti mengkonfirmasi kembali teori *trade-off* dari Miller dan Modigliani (1963) yang menyatakan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Sabinwalsky (2010) menutarakan pendapat tentang masalah optimasi untuk utang berdasarkan *trade-off* adalah antara keuntungan *tax shield* utang yang diharapkan dan biaya kebangkrutan yang terjadi. Utang akan menyebabkan pengurang pajak akibat bunga yang harus dibayarkan sehingga pemerintah secara tidak langsung ikut membayarkan biaya modal perusahaan. Rata-rata *debt ratio* sebagai ukuran utang dalam perusahaan manufaktur di Indonesia sebesar 45,94 % masih dapat diterima dan manfaat pajaknya masih lebih besar dari biaya kebangkrutannya. Besarnya rata-rata *debt ratio* yang sebesar 45,94 % bisa dikatakan tergolong besar namun proporsi utang sebagai struktur modal yang optimal terhadap nilai perusahaan sangat bergantung pada ukuran perusahaan yang menjadi dasar pengaplikasian *trade off theory* atau *pecking order theory* (Masulis, 1983). Korteweg (2009) berusaha mencari model struktur modal yang optimal, menemukan *leverage* optimal ketika di angka rasio 25,8% pada sampel perusahaan yang digunakan Fama dan French pada tahun 1997. Penelitian de Jong *et al.* (2011) melaporkan hasil untuk perusahaan di Amerika yang memiliki utang 78,5 % hingga 83 % akan menarik kembali utang mereka untuk menjaga nilai perusahaan mereka. Dari penelitian yang telah dilakukan oleh Korteweg (2009) dan de Jong *et al.* (2011) setidaknya dapat disimpulkan bahwa utang akan memberikan manfaat ketika antara angka rasio 25,8 % hingga 78,5 % dimana jika menurut batasan tersebut rata-rata rasio utang sampel dalam perusahaan ini masih dalam batasan tersebut. Namun, dasar penilaian ini masih perlu dikaji ulang mengingat bahwa perusahaan yang ada di Indonesia ukurannya tentu berbeda dengan perusahaan di Amerika. Penelitian mendatang perlu mengkaji secara mendalam besarnya batasan optimum ketika utang masih memberikan nilai manfaat terhadap nilai perusahaan. Setidaknya hasil penelitian ini memberikan gambaran bahwa penggunaan utang masih efektif dalam kontrol terhadap perilaku manajer dan memberikan manfaat bagi kinerja perusahaan.

#### 4. KESIMPULAN

Teori keagenan memberikan gambaran tentang suatu konflik antara pemilik selaku pemegang saham dengan manajer. Hasil penelitian ini memberikan penjelasan dan memperkuat bukti bahwa utang sebagai salah satu cara mengatasi konflik keagenan mampu memberikan manfaat bagi perusahaan. Pertama, utang sebagai kontrol terhadap perilaku manajer akan mengawasi tindakan manajer agar tidak memanfaatkan sumber daya perusahaan untuk mengejar keuntungan pribadi karena beban dalam mendahulukan pelunasan utang terlebih dahulu. Kedua, utang mampu memberikan nilai manfaat bagi kinerja perusahaan karena *trade-off* antara keuntungan *tax shield* utang yang diharapkan masih lebih biaya kebangkrutan yang terjadi. Ketiga, utang memberikan informasi kepada investor tentang profil perusahaan itu sendiri akan kemampuan peringkat utang perusahaan itu sendiri. Kondisi ekonomi saat penelitian dilakukan yang mengalami perlambatan dan bertambahnya utang swasta. Kondisi ekonomi yang mengalami perlambatan dan naiknya utang swasta nyatanya tidak membuat kinerja perusahaan turun melainkan menaikkan kinerja perusahaan yang dibuktikan dalam uji statistik penelitian. Secara garis besar penelitian ini memberikan kontribusi kepada perusahaan bahwa utang masih sangat efektif dalam meningkatkan kinerja perusahaan dengan adanya bukti mampu memediasi antara kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan. Penelitian ini masih perlu dikembangkan lagi di masa depan mengingat sampel perusahaan adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang notabene adalah perusahaan yang sudah besar dan mapan. Sedangkan perusahaan kecil menengah masih belum diteliti karena struktur perusahaan pasti sangat berbeda antara perusahaan yang sudah mapan dengan aset yang besar dengan perusahaan yang asetnya masih kecil. Hasil penelitian ini setidaknya memberikan gambaran ketika kondisi ekonomi sedang melemah di Indonesia ternyata penggunaan utang masih relevan untuk mengurangi konflik yang terjadi. Hal tersebut didukung dengan hasil penelitian ini yang memperlihatkan utang mampu memediasi kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan. Tambahan dari implementasi teori keagenan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa penggunaan utang dan peningkatan kepemilikan manajerial tidak bersifat substitusi melainkan penggunaan utang lebih efektif dalam kaitannya meningkatkan kinerja perusahaan.



## DAFTAR PUSTAKA

- Abor, Joshua. (2008). Agency theoretic determinants of debt levels: evidence from Ghana. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 7, pp. 183 – 192
- Aggarwal, Raj and Xinlei Zhao. (2007). The leverage-value relationship puzzle: An industry effects resolution. *Journal of Economics and Business*. No. 59, pp 286-297
- Aggarwal, R., NyoNyo Aung Kyaw, and Xinlei Zhao. (2008). Leverage and Firm Value: A Global Perspective. *Journal of Economics and Business*
- Ahmad, A.C., and Mazlina. (2011). Agency theory and managerial ownership: evidence from Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, Vol. 26, 5 pp. 419 - 436
- Badan Pusat Statistik. (2015). Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Tahun 2014 Tumbuh 5,02 Persen, Melambat Sejak Lima Tahun Terakhir. Diakses pada 18 September melalui <http://www.bps.go.id/brs/view/id/1114>
- De Jong, A., Verbeek, M., and Verwijmeren, P. (2011). Firms' debt-equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance*, No 35, pp 1303–1314
- Fosberg, Richard.H. (2004). Agency Problem and Debt Financing : Leadership Structure Effect. Vol. 4, No. 1, pp. 31-38.
- Dawar, Varun. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, Vol. 40, pp. 1190 - 1206
- Korteweg, Arthur. 2009. The Net Benefits to Leverage. *Journal of Finance*, forthcoming.
- Harris, M. and Raviv, A. (1988). Corporate control contests and capital structure: an empirical test, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 15, pp. 563-76.
- Jensen, M. dan W. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol.3, pp. 305-360.
- Joher, Husen, Mohd Ali, and Nazrul. (2006). The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange. *International Business & Economics Research Journal* , Vol. 5, No 5.
- Masulis, Ronald. (1983). The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates. *The Journal of Finance*, Vol. 38, No. 1, pp. 107-126
- Modigliani, F., Miller, M.H., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review* 53, pp 433–443.
- Mustami, dan Kharismawati. (2015). Utang Luar Negeri Indonesia Kembali Naik. Diunduh 6 September 2015. <http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2015/03/20/111200126/Utang.Luar.Negeri.Indonesia.Kembali.Naik>
- Rizqia, Dwita Ayu, Siti Aisjah, and Sumiati. (2013). Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.4, No.11.
- Sabiwalsky, Ralf. (2010). Nonlinear modelling of target leverage with latent determinant variables — new evidence on the trade-off theory. *Review of Financial Economics*. Vol 19, pp 137–150.

Sekaran, Uma. (2006). *Research Methods For Business*. Jakarta : Salemba Empat.

Sheikh, N. A and Wang, Zongjun. (2011). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. Vol. 12 No. 5, 2012, hlm 629-641.

Sienatra, K.B., Sumiati, dan Andarwati. (2015). Struktur Kepemilikan Sebagai Determinan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*. Vol 6, No 1, pp 124-132.