

"Agency Problem" dan Keputusan Struktur Modal: Bagaimana Perusahaan Mengelola Utang dalam Rangka Meningkatkan Produktivitas, Nilai, dan Kinerjanya

Teddy Chandra
Sekolah Tinggi Ilmu Komputer Riau

Abstract: This article was aimed at describing the agency problem between investors and managers with solutional propositions and factors that affect capital structure as offered by the experts such as Modigliani and Miller, Myers, Jensen, and Brigham & Daves. A possible inference was proposed after exploring theories for solving the agency problem. Companies should enhance their managerial behaviour through asset growth strategy, potential growth strategy, and liquidity strategy in managing risks, particularly market risk. Thus, their productivity, performance, and value may be increased.

Keywords: agency problem, capital structure decision

Perusahaan-perusahaan kecil di Indonesia masih banyak yang berpikiran konvensional yaitu berusaha untuk menggunakan modal sendiri untuk mengurangi risiko berutang. Sementara itu perusahaan besar khususnya selalu memperbesar posisi utangnya. Menurut Hari Purnomo (1999:7) alasan perusahaan untuk berutang adalah sebagai berikut: (1) Dengan menggunakan utang, pada kondisi ada pajak, perusahaan akan memperoleh benefit karena pembayaran biaya bunga akan mengurangi pajak yang harus dibayar (*Tax deductibility interest payment*) serta meningkatkan nilai perusahaan. (2) Perusahaan berhutang untuk meraih keuntungan dari kreditor yang mudah percaya dan tidak hati-hati (*imprudent*). Seringkali perbankan tidak mengevaluasi kelayakan pemberian kredit secara baik dan *prudent*, contohnya tidak melakukan analisa 5C's (*Character, Collateral, Capital, Capacity, Condition*) sebagai dasar pemberian kredit tetapi menyuburkan praktik KKN. (3) Perusahaan berutang karena penambahan utang tidak mendilusi saham pemilik, dan apabila kondisi pasar *bearish* maka

apabila dipaksakan penambahan modal dengan menjual saham maka harga jual yang dapat diterima pasar akan rendah dan merugikan perusahaan.

Dengan melihat alasan di atas terlihat bahwa pada alasan pertama perusahaan ingin mengurangi pembayaran pajak akibat adanya biaya bunga sehingga bisa meningkatkan nilai perusahaan. Akan tetapi pendapat ini dibantah oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958 dalam Bradley dan Myers (1996:449-456) dengan pembuktian bahwa dengan asumsi tanpa pajak maka nilai perusahaan independen dan tidak dipengaruhi apakah pendanaan usaha menggunakan modal atau utang sehingga perubahan struktur modal tidak akan berdampak terhadap nilai perusahaan.

Tetapi pada tahun 1963 Modigliani dan Miller (MM) kembali merevisi pendapatnya tentang teori struktur modal di mana dengan asumsi adanya pajak pada penghasilan perusahaan (*Corporate income tax*), MM berpendapat bahwa penggunaan utang (*leverage*) akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga utang adalah biaya yang akan mengurangi pembayaran pajak (*a tax deductible expense*). Pendapat Modigliani dan Miller yang kedua justru mendukung pendapat perusahaan yang berusaha untuk berhutang sebanyak mungkin untuk mendanai investasi perusahaan. Akan tetapi dengan semakin menumpuknya utang, perusahaan akan menghadapi

Alamat Korespondensi:

Teddy Candra, Sekolah Tinggi Ilmu Komputer Riau Jl. A. Yani No. 78-88 Pekanbaru Riau

risiko kebangkrutan yang bisa dihindari dengan menggunakan dana sendiri. Dengan semakin besarnya risiko kebangkrutan, akan berpengaruh terhadap harga saham yang sekaligus akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan mengetahui begitu besarnya risiko kebangkrutan yang dihadapi perusahaan, mengapa pemegang saham yang menjadi pemilik perusahaan tetap membiarkan hal ini terjadi ?

Pemegang saham seolah-olah membiarkan perusahaan berlomba untuk berutang karena menurut teori hubungan antara pemilik saham dengan pihak manajemen sebagai pengelola terdapat masalah yang disebut dengan masalah agensi (*agency problem*). Dalam teori ini terjadi kecurigaan pemegang saham kepada pihak manajemen yang bertindak dan mengambil keputusan bukan atas dasar yang bisa menguntungkan pemegang saham tetapi atas dasar kepentingannya sendiri. Jika terdapat beberapa investasi yang dihadapi, sebagai pemegang saham selalu meminta manajernya untuk memilih investasi yang menguntungkan. Tetapi investasi mana yang bisa dianggap investasi yang menguntungkan, sangat sulit untuk didefinisikan. Dalam teori semakin besar tingkat keuntungan yang akan diperoleh akan semakin besar risiko yang akan dihadapi (*high return, high risk*). Sehingga jika terjadi kerugian akibat mengambil investasi yang berisiko tinggi, pemegang saham sangat sulit untuk meminta pertanggungjawaban dari manajernya.

Masalah Agensi antara Investor dan Pengelola Saham

Apakah masalah ini tidak bisa dihilangkan? Dalam perusahaan, masalah ini sangat sulit untuk dihilangkan. Masalah agensi ini hanya bisa dikurangi dengan jalan meningkatkan utang. Keputusan berutang bisa merupakan solusi yang baik untuk meminimal pengaruh masalah agensi (*agency problem*). Dengan berutang, manajer dipaksa menyediakan dana untuk membayar biaya hutang dan utang itu sendiri sehingga membuat para manajer tidak memiliki kelebihan dana (*free cash flow*) yang dapat digunakan untuk investasi lebih lanjut tanpa adanya ijin dari pemegang saham. Dalam kondisi ini manajer dipaksa untuk mempresentasikan setiap investasi kepada pemegang saham untuk mendapatkan dana dari modal saham baru sebelum menambah utang baru.

Manajer selalu ingin berutang untuk melakukan ekspansi pada bidang lain. Tujuan ekspansi disini adalah untuk mengurangi utang dengan melakukan diversifikasi usaha. Kendati usaha baru yang dibangun tersebut sangat berbeda dari bisnis intinya (*core business*), namun keyakinan akan kemampuan diversifikasi dalam mengurangi risiko bisa mengalahkan rasio meningkatnya risiko jika diversifikasi terlalu jauh dari bisnis intinya. Belum adanya rambu-rambu dalam investasi membuat perusahaan besar melakukan investasi secara besar-besaran dengan berutang. Tidak sedikit utang yang diambil adalah dalam bentuk valuta asing yang memberikan selisih *cost of debt* yang cukup menggiurkan. Tidak hanya pada saat terjadi gejolak pada perekonomian Indonesia yang mengakibatkan meningkatnya nilai tukar valuta asing membuat para konglomerat kelimpungan, bahkan banyak yang harus gulung tikar.

Seperti dijelaskan di depan bahwa pada tahun 1958 Modigliani dan Miller beranggapan bahwa nilai perusahaan adalah independen dan tidak terpengaruh oleh struktur modal, dengan asumsi pasar modal adalah sempurna dalam arti bebas, kompetitif dan efisien, tidak ada pengaruh pajak dan pengaruh kebangkrutan. Pada tahun 1963 setelah pajak menjadi pertimbangan dalam model mereka, maka pengaruh pajak dan kebangkrutan menambah komplikasi dalam memutuskan bentuk struktur modal yang optimal. Penelitian yang dilakukan Hatfield, *et al.* (1994) dan Chen (2002) menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya pada penelitian Fama & French (1997), Fernandez (2001), Chathoth (2002) dan Antoniou (2002) menunjukkan hal yang sebaliknya yaitu adanya struktur modal optimal yang akan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian di pasar modal Indonesia sendiri juga menunjukkan hal yang sama di mana pada penelitian Sugihen (2003) dan Indahwati (2004) menunjukkan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Sementara pada penelitian lain yaitu Setyaningsih (1996), Ratnawati (2001) dan Sudarma (2004) menunjukkan hal yang sebaliknya yaitu adanya pengaruh yang signifikan dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian ini ingin menguji secara empiris kembali apakah struktur modal optimal ada di pasar

modal Indonesia sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan yang ada.

Untuk mendapatkan jawaban akan struktur modal yang tidak konsisten dalam mempengaruhi nilai perusahaan, tidak bisa hanya mengandalkan teori keuangan saja. Karena masih ada faktor-faktor lain yang ikut berperan mempengaruhi yaitu perilaku manajerial (Barton & Gordon, 1987 & 1988). Dari penelitian sebelumnya ditemukan adanya pengaruh dari strategi perusahaan khususnya *corporate strategy* terhadap struktur modal (Barton & Gordon, 1987 & 1988; Lowe, et al., 1994; Chathoth, 2002). Strategi pada level *corporate* yang berhubungan dengan teori keuangan dan mempengaruhi struktur modal adalah strategi pertumbuhan (*growth*) dan strategi likuiditas (Kim, et al., 1986; Barton & Gordon, 1988; Balakrishnan & Fox, 1993; Hatfield et al., 1994; Lowe, et al., 1994; McConnell, et al., 1995; Jung, et al., 1996; Chen, 2002; Chathoth, 2002; Tian Pao, et al., 2003; Eldomiaty, 2003).

Leland dan Pyle (1997) dan Ross (1977) menganggap manajer akan menggunakan struktur modal rasio sebagai *signal*. Dalam kenyataannya *leverage* yang tinggi akan mempengaruhi besarnya biaya dan risiko kebangkrutan perusahaan untuk perusahaan yang berkualitas rendah. Jika manajer memiliki jaringan informasi pada pihak luar, struktur hutang bisa merupakan *signal* pada pasar. Model Ross menyatakan bahwa nilai perusahaan akan mengikuti tingkat *leverage*. Jika *leverage* meningkat akan diikuti oleh meningkatnya persepsi pasar. Itulah sebabnya Ross menyatakan dalam hal ini tidak ada masalah agensi (*agency problem*). Manajer akan memaksimalkan nilai perusahaan dengan memilih struktur modal yang optimal yaitu rasio utang tertinggi pada tingkat yang memungkinkan. Manajer yang berkualitas tinggi akan memberikan *signal* akan kualitasnya pada pasar, sementara manajer yang berkualitas rendah akan menirunya. Dengan argumentasi ini bisa dijelaskan bahwa tingkat utang akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Asumsi *information asymmetry*, *The pecking order theory* (Myers dan Majluf : 1984) memprediksi perusahaan akan mengikuti teori *pecking order* sebagai strategi keuangan yang optimal. Alasan yang melatarbelakangi teori ini adalah jika manajer bertindak sebagai setengah *owner*, akan mengusahakan harga

saham yang tinggi melebihi harga sebenarnya (*over price*). *Cost of equity capital* sebagai isu yang sensitif akan dihembuskan pada pasar untuk mengarahkan pasar agar harga saham terkesan terlalu mahal.

Stulz (1990) menyatakan utang bisa berpengaruh positif maupun negatif terhadap nilai perusahaan (walaupun tidak dimasukkan pajak perusahaan dan biaya kebangkrutan). Asumsi Stulz (1990) bahwa manajer tidak mempunyai saham dalam perusahaan. Kekuasaan manajer mendorongnya menerima proyek yang *present value*-nya negatif. Untuk mengatasi hal ini, pemegang saham memaksa manajer untuk berutang. Tetapi jika terlalu dipaksakan untuk memenuhi kewajiban hutangnya, maka manajer akan melupakan lagi untuk menerima proyek yang memberikan *present value* yang positif. Oleh sebab itu, perlu adanya keseimbangan antara *agency cost of debt* dan *agency cost of managerial discretion*. Dari argumen di atas maka perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan berkorelasi negatif dengan *leverage*, sementara untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah akan berkorelasi positif dengan *leverage* (McConnell & Servaes, 1995).

Dalam *strategic management*, konsep risiko yang berasal dari lingkungan sering disebut dengan *uncertainty*, *complexity*, *dinamism* dan *illiberality* (Olsen, et al., 1998; Simerly & Li, 2000; Chathoth, 2002). Sementara dalam teori keuangan, konsep risiko bisa diklasifikasi menjadi *financial risk*, *business risk* dan *market risk* (Barton & Gordon, 1988; Lowe, et al., 1994; Setyaningsih, 1996; Prasad, et al., 1997; Kochhar & Hitt, 1998; Booth, et al., 2000; Han Shin, et al., 2000; Ratnawati, 2001; Chathoth, 2002; Tian Pao, 2003; Eldomiaty, 2003; Sudarma, 2004; Indahwati, 2004). Pengertian risiko dalam *strategic management* dan teori keuangan masih sama, yaitu berusaha agar bisa meraih kesempatan dan mengurangi ancaman bagi perusahaan. Untuk itu diperlukan formulasi strategi perusahaan. Hubungan antara risiko dengan *strategic management* khususnya *corporate strategy* sudah pernah dilakukan penelitian sebelumnya (Barton & Gordon, 1988; Lowe, et al., 1994; Chathoth, 2002). Sementara untuk hubungan antara risiko dengan struktur modal juga sudah pernah dilakukan penelitian oleh Robert Hamada, 1972; Prasad, et al., 1997; Kochhar & Hitt, 1998; Booth, et al., 2000; Han Shin, et al., 2000; Ratnawati, 2001; Chathoth,

2002; Tien Pao, *et al.*, 2003; Eldomiatiy, 2003; Sudarma, 2004; dan Indahwati, 2004. Sedangkan hubungan risiko dengan kinerja keuangan perusahaan dan nilai perusahaan pernah diteliti oleh Setyaningsih, 1996; Han Shin, *et al.*, 2000; Ratnawati, 2001; Chathoth, 2002; Eldomiatiy, 2003; Sudarma, 2004; dan Indahwati, 2004.

Penelitian Chathoth (2002) menemukan teori struktur modal perusahaan sangat dipengaruhi oleh risiko lingkungan (*Environment Risk*). Dimana dalam *environment risk* yang diyakini mempengaruhi struktur modal ini adalah *Economic Risk*, *Business Risk*, dan *Market Risk*. Dari hasil penelitian Indahwati (2003) terlihat adanya hubungan antara risiko bisnis dengan struktur modal dan nilai perusahaan. Sementara itu penelitian Tien Pao, *et al.* (2003) menggambar adanya hubungan yang signifikan antara struktur modal dengan risiko bisnis. Risiko bisnis akan sangat positif hubungannya dengan struktur modal pada perusahaan yang menggunakan *high tech*, sebaliknya pada perusahaan yang menggunakan tradisional justru mempunyai hubungan yang negatif. Pada penelitian ini akan menggunakan risiko keuangan (*financial risk*), risiko bisnis (*business risk*) dan risiko pasar (*market risk*). Sementara untuk penelitian risiko keuangan sudah pernah dilakukan oleh Harris (1991), Prasad (1997), dan Sudarma (2004). Hasil yang diperoleh menunjukkan adanya hubungan yang positif dengan struktur modal, kecuali penelitian Harris yang menunjukkan hubungan yang negatif.

Pada teori *free cash flow*, Jensen (1986) menyatakan bahwa manajer yang memiliki *free cash flow* cenderung melakukan investasi yang kurang menguntungkan dari pada dana tersebut dikembalikan kepada pemegang saham. Manajer akan memilih investasi yang dapat mempertahankan pertumbuhan perusahaan, kendati dengan pertumbuhan tersebut tidak akan meningkatkan nilai perusahaan. Pada teori ini pemegang saham memaksa manajer untuk meminjam sebanyak-banyaknya, dengan harapan akan mengurangi biaya agensi dan mendisiplinkan manajer dalam mengelola dana yang ada serta akan memaksa manajer agar bisa melakukan tugasnya dengan lebih produktif sesuai dengan harapan pemegang saham. Dalam hipotesisnya teori ini menyatakan bahwa hutang akan memotivasi manajemen menjadi lebih efisien sehingga penggunaan sumber daya (aktiva)

menjadi lebih produktif. Hasil penelitian terdahulu ditemukan secara global adanya hubungan positif antara produktivitas, kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Filbeck dan Gorman (2001) menemukan adanya hubungan yang positif antara produktivitas dengan struktur modal. Hubungan yang paling kuat adalah untuk industri yang bervariasi. Hasil temuan mereka menunjukkan bahwa hubungan antara produktivitas dan struktur modal lebih kuat pada tahun 1970-an dan 1980-an dan melemah pada tahun 1990-an. Hasil penemuan ini mendukung hasil penelitian sebelumnya oleh Lichtenberg dan Siegel (1990), Setyaningsih (1996), Nickell dan Nicolitsas (1999) yang kemudian diperkuat lagi oleh penelitian Indahwati (2004). Hanya penelitian Sugihen (2003) yang menemukan tidak adanya pengaruh langsung dari struktur modal terhadap produktivitas aktiva.

Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keputusan Struktur Modal

Secara garis besar faktor-faktor yang mempengaruhi saat membuat keputusan struktur modal adalah sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004, 513): (1) *Sales Stability*. Perusahaan yang penjualannya relatif stabil bisa lebih aman dalam menggunakan hutang yang mempunyai biaya bunga tetap dibanding dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. (2) *Assets Structure*. perusahaan yang memiliki aktiva yang dapat digunakan sebagai agunan utang cenderung menggunakan utang yang relatif lebih besar. Sebagai contoh perusahaan *real estate* cenderung menggunakan utang lebih besar karena bisa digunakan sebagai agunan dibanding dengan perusahaan teknologi tinggi. (3) *Operating Leverage*. Perusahaan dengan *operating leverage* yang lebih kecil cenderung lebih aman untuk menggunakan hutang dalam operasinya karena risiko bisnisnya lebih kecil. (4) *Growth Rate*. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang lebih cepat lebih tergantung pada pembiayaan dari luar perusahaan. Pada perusahaan yang tingkat pertumbuhannya lambat kurang membutuhkan tambahan modal baru sehingga bisa diperoleh dari laba ditahan. Karena biaya *floating* untuk hutang lebih kecil dibanding dengan penerbitan saham baru, maka pemilihan untuk menambah utang lebih besar dibanding dengan menerbitkan saham baru. Pada saat yang

sama, bagaimanapun perusahaan ini sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar sehingga membuat mereka untuk mengurangi menggunakan utang. (5) *Profitability*. Dalam observasi perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian investasi yang lebih tinggi relatif tidak menggunakan utang. Walaupun tidak ada teori yang bisa menjelaskan fakta ini, tetapi penjelasan praktis adalah perusahaan yang mempunyai laba yang tinggi seperti Intel, Microsoft dan Coca-Cola tidak memerlukan utang untuk pembiayaannya. Dengan tingkat laba yang tinggi membuat mereka bisa membiayai operasi perusahaan dari pembiayaan internal. (6) *Taxes*. Biaya bunga adalah *deductible expense*, dan pengurangan tersebut sangat berarti untuk perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi. Oleh sebab itu, perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi lebih cenderung menggunakan utang. (7) *Control*. Pengaruh penggunaan utang banding saham biasa pada pengawasan manajemen bisa mempengaruhi struktur modal. Jika manajemen mempunyai lebih dari 50% saham tetapi tidak bisa membeli saham lebih banyak, lebih memilih hutang sebagai pilihan pembiayaan. Di lain pihak manajemen akan memutuskan untuk menggunakan modal sendiri jika situasi keuangan perusahaan lemah sehingga jika diputuskan untuk menggunakan utang akan memperbesar risiko tidak terbayar sehingga manajer akan kehilangan jabatannya. (8) *Management Attitudes*. Karena tidak ada yang bisa membuktikan struktur modal akan mengakibatkan kenaikan harga saham, manajemen akan memutuskan struktur modal yang wajar menurut mereka. Untuk manajemen yang konservatif akan mengurangi penggunaan utang dibanding dengan industri. Sementara untuk manajemen yang agresif akan menggunakan lebih banyak hutang untuk mendapatkan laba yang lebih besar. (9) *Lender and Rating Agency Attitudes*. di samping analisa dari manajer tentang faktor hutang yang pantas untuk perusahaannya, sikap *lender* dan *rating agency* bisa mempengaruhi keputusan struktur modal. Dalam banyak kasus, perusahaan yang melakukan diskusi tentang struktur modal dengan *lender* dan *rating agency* menerima arahan mereka. (10) *Market Condition*. Kondisi pasar saham dan obligasi mempengaruhi optimal struktur modal perusahaan. (11) *The firm's internal condition*. Kondisi internal perusahaan bisa mempengaruhi keputusan struktur modal. Misalnya perusahaan yang

berhasil dalam program riset, dan diramalkan akan meningkatkan laba dikemudian hari. Bagaimanapun laba baru ini belum diantisipasi oleh investor, sehingga tidak akan mempengaruhi harga saham. Perusahaan ini tidak akan menerbitkan saham, tetapi lebih cenderung menggunakan utang untuk mendanai operasinya sampai adanya pengaruh pada harga saham. Setelah harga saham terpengaruh oleh isu keberhasilan program riset, perusahaan baru menjual saham dan menyesuaikan dengan target struktur modal. Faktor ini berkaitan dengan *asymmetric information* dan *signaling*. (12) *Financial Flexibility*. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang menguntungkan membutuhkan pembiayaan. Tetapi ada yang mengatakan bahwa pendapatan yang bagus lebih baik lebih mempengaruhi harga saham dibanding dengan keputusan pembiayaan yang baik. (13) *Market Value*. Fokus teori struktur modal adalah meningkatkan *market value* bukan *book value*. Struktur modal yang optimal dibentuk untuk mendapatkan WACC dan meningkatkan *market value*. Pada masa sebelum penelitian MM tahun 1950-an dan 1960-an, kebanyakan orang fokus pada *accounting book value* untuk mendapatkan WACC dengan data akuntansi. Hal ini tidak benar dan perlu dikoreksi. Ini membuktikan bahwa teori keuangan akan lebih baik dengan keputusan pendanaan.

KESIMPULAN

Modigliani dan Miller pada tahun 1958 mengajukan bukti bahwa dengan asumsi tanpa pajak maka nilai perusahaan independen dan tidak dipengaruhi apakah pendanaan usaha menggunakan modal atau hutang sehingga perubahan struktur modal tidak akan berdampak terhadap nilai perusahaan. Pendapat Modigliani dan Miller yang kedua malah mendukung pendapat perusahaan yang berusaha untuk berutang sebanyak mungkin untuk mendanai investasi perusahaan. *The pecking order theory* memprediksi perusahaan akan mengikuti teori *pecking order* sebagai strategi keuangan yang optimal, sedangkan teori *free cash flow* memprediksi hubungan positif antara struktur modal dengan aktivitas investasi dan produktivitas aktiva perusahaan.

Struktur modal juga dipengaruhi oleh kebijakan struktur asset atau aktiva. Sebagai hasil dari keputusan investasi (*investment decision*) adalah menambah

aktiva. Untuk mengukur seberapa besar aktiva yang dibiayai dengan utang, diperlukan rasio *debt to assets*. Sementara untuk mengukur efektivitas dari aset yang sudah diinvestasikan bisa diukur dengan menggunakan rasio produktivitas aktiva.

"Agency problem" dapat diatasi dengan cara sebagai berikut: peningkatan risiko khususnya risiko pasar akibat gejolak pada pasar harus ditanggapi secara positif oleh investor dengan keyakinan akan kemampuan manajemen perusahaan dalam mengantisipasi risiko tersebut dengan strategi perusahaan khususnya strategi pertumbuhan aset dan pertumbuhan potensial. Di lain pihak, manajemen perusahaan melakukan respon sesuai harapan investor dengan menerapkan strategi pertumbuhan aset, strategi pertumbuhan potensial dan strategi likuiditas. Ketiga strategi ini akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dan akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Artinya hubungan antara manajemen strategi dengan manajemen keuangan sulit untuk dipisahkan seperti temuan Barton & Gordon (1987 & 1988).

Strategi yang di formulasi dan implementasi oleh perusahaan perlu lebih fokus dalam meningkatkan nilai perusahaan (*shareholder*) dan kreditur (*bondholder*). Kendati tujuan utama manajemen perusahaan adalah memakmurkan pemilik yang dalam hal ini terefleksi dalam meningkatnya nilai perusahaan, tetapi perusahaan juga perlu menjaga hubungan baik dengan kreditur yang merupakan salah satu *stakeholder* yang berperan untuk menyediakan dana yang akhirnya juga akan meningkatkan nilai perusahaan.

DAFTAR RUJUKAN

- Antoniou, A., and Yilmaz, G., Krishna, P. 2002. *Determinants of Corporate Capital Structure : Evidence from European Countries*, Center for Empirical Research in Finance, Department of Economics and Finance, University of Durham, Version 1.2, March, 2002.
- Balakrishnan, S., and Isaac, F. 1993. *Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure*, Strategic Management Journal, Vol.14, p.3-16.
- Barton, S.L., and Gorgon, P.J. 1987. *Corporate Strategy: Useful Perspective for the study of Capital Structure?*, Academic Management Review 12:p.67-75.
- Barton, S.L., and Gordon, P.J. 1988. *Corporate Strategy and Capital Structure*, Strategic management Journal, Vol.9 p.623-632.
- Booth, L., Varouj, A., Asli, D.K., and Vojislav, M. 2000. *Capital Structure in Developing Countries*, Tenth Draft May 2000.
- Bradley, M., Gregg, A., Jarrell, and E. Han Kim. 1984. *On The Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*, The Journal of Finance, Vol 39, No.3, July 1984.
- Bradley, R.A., and Myers, S.C. 1996. *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill Companies, Inc.
- Brigham, Eugene, F., and Philip, R.D. 2002. *Intermediate Financial Management*, Seventh Edition, Thomson Learning, Inc.
- Brigham, Eugene F., and Philip, R.D. 2004. *Intermediate Financial Management*, Eighth Edition, Thomson Learning, Inc.
- Byung, T. Ro, Crristine V. Zavgren, and Su-Jane Hsieh, 1992. *The Effect of Bankruptcy on Systematic Risk of Common Stock : An Empirical Assessment*, Journal of Business Finance & Accounting, 19(3), April 1992, pp309-328.
- Chathoth, P.K. 2002. *Co-alignment Between Environment Risk, Corporate Strategy, Capital Structure, and Firm Performance: An Empirical Investigation of Restaurant Firms*, Dissertation to the Faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University.
- Chen, K. 2002. *The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities*, Paper for EFMA 2002 Annual Meeting.
- Chen, M.L. 2002. *Risk Management and The Cost of Equity*, Department of Finance, J. Mark Robinson College of Business, Georgia State University, December 2002.
- Eldomiaty, T.I. 2003. *Dynamics of Firm's Market Value, Capital Structure and Systematic Risk*, The 3rd International Conference of Economics and Management ' Financial Management Trends 2003', Kaunas University of Technology - Lithuania and Kaliningrad State Technical University.
- Fama, and Eugene, F., Kenneth, F. 1997. *Investment Decisions, Financing Decisions, and Firm Value*, Social Science Research Network Electronic Library, Date Posted January 27, 1997.
- Fama, and Eugene, F., Kenneth, F. 1997. *Taxes, Financing Decisions, and Firm Value*, Social Science Research Network Electronic Library, May, 1997.
- Fama, E.F., and Kenneth, F. 1997. *Value Versus Growth: The International Evidence*, Social Science Research Network Electronic Library, August, 1997.
- Friend, I., and Larry, H.P. Lang. 1988. *An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-interest on Corporate*

- Capital Structure*, The Journal Of Finance, Vol. XLIII, No.2, June 1988.
- Griffin, J.M. 2002. *Are the Fama and French Factors Global or Country Specific?* The Review of Financial Studies, Summer 2002, Vol. 15, pp. 783-803.
- Hari, P. 1999. *Manajemen Risiko atas Hutang: Mengubah Risiko Menjadi Profit*, Manajemen Usahawan No.03/ XXVIII Maret 1999 Jakarta.
- Harris, M., and Raviv, A. 1990. *Capital Structure and The Informational Role of Debt*, Journal of Finance, Vol45, pp.321-349.
- Harris, M., and Raviv, A. 1991. *The Theory of Capital Structure*, Journal of Finance, Vol46, pp.297-355.
- Hatfield, Gay, B., Louis, T.W., Cheng, and Wallace, N. Davidson, III, 1994. *The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value*, Journal of Financial and Strategic Decisions, Volume 7 Number 3.
- Hsia, C.C. 1981. *Coherence of the Modern Theories of Finance*, Financial Review, Winter 1981, 27-42.
- Huang, and Samuel, G.H., Frank, M.S. 2002. *The Determinants of Capital Structure: Evidence From China*, School of Economics and Finance and Center for China Financial Research (CCFR), The University of Hong Kong, Pokfulam Road, Hong Kong.
- Indahwati. 2003. *Analisis Pengaruh Leverage dan Kebijakan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan-Perusahaan Go Public di Pasar Modal Indonesia Selama Masa Krisis 1998-2001*. Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Jensen, and Michael, C., William, H.M. 1976. *Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, October 1976, V.3 No.4, pp. 305-360, reprinted in Harvard University Press, December 2000.
- Jensen, M.C. 1986. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, Vol 76, No.2, pp.323-329, May 1986.
- Jung, K., Kim, Y.C., and Stulz, R.M. 1996. *Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision*, Journal of Financial Economics, Volume 42, Issue 2, Oktober 1996, pp. 159-186.
- Kang, E., and Greg, N. *Debt, Risk, and Taxes : A Reexamination of the 1986 Tax Law Change*, California State University.
- Kao, L., and Jeng-Ren Chiou, Anlin, C. 2002. *The Agency Problems, Firm Performance and Monitoring Mechanisms: The Evidence from Collateralized Shares in Taiwan*, Department of Finance, National Kaohsiung First University of Science and Technology, Kaohsiung, Taiwan, November 2002.
- Kim, W.S., and Eric, H.S. 1986. *Evidence on The Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy*, Journal of Finance and Quantitative Analysis, Volume 21 No.2, June 1986.
- Kochhar, R., and Michael, A.H. 1998. *Linking Corporate Strategy and Capital Structure: Diversification Strategy, Type and Source of Financing*, Strategic management Journal (1986-1998), Summer 1998, p.601.
- Lang, L., Eli, O., and Rene, M.S. 1996. *Leverage, Investment and Firm Growth*, Journal of Financial Economic, 40, 3-29.
- Lee, T., and Hsiao, T.P., Bohdan, P. 2003. *The Determinants of Capital Structure Choice Using Linear Models: High Technology Vs. Traditional Corporations*, Journal of the Academy of Business and Economics, January 2003.
- Leland, H.E., and Pyle, D.H. 1997. *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, Journal of Finance.
- Leland, H.E. 1999. *Beyond Mean-Variance : Risk and Performance Measurement in a Nonsymmetrical World*, Financial Analysis Journal, Vol. 54, Jan./Feb. 1999.
- Lichtenberg, Frank, R., and Donald, S. 1989. *The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior*, National Bureau of economic Research Working Paper Series No. 3022, June 1989.
- Lowe, Julian, Tony, N., and Peter, T. 1994. *The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure of Australian Companies*, Managerial and Decision Economics (1986-1998), May/June 1994, p.245.
- McConnell, J.J., and Servaes, H. 1995. *Equity ownership and the two faces of debt*, Journal of Financial Economics, Volume 39, Issue 1, September 1995, pp. 131-157.
- Modigliani, F., and Merton, H.M. 1958. *The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment*, The American Economic Review, Volume XLVIII, No.3, June 1958.
- Moh'd, M.A., Larry, G. Perry, James, N.R. 1998. *The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time Series Cross Sectional Analysis*, The Financial Review 33, 85-98.
- Myers, S.C., and Majluf, N.S. 1984. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics.
- Nickell, S., and Dephne, N. 1999. *How Does Financial Pressure Affect Firm ?* European Economic Review, 42(8), 1435-1456.

- Novaes, W., and Luigi, Z. 1995. *Capital Structure Choice When Managers are in Control : Entrenchment versus Efficiency*, National Bureau of economic Research Working Paper Series, November 1995.
- O'Brien, and Jonathan, P. 2003. *The Capital Structure Implications of Pursuing a Strategy of Innovation*, Strategic Management Journal, Vol. 24, Iss. 5, p.415, May 2003.
- Prasad, D., Garry, D.B., and Andreas, G.M. 1997. *Long-Run Strategic Capital Structure*, Journal of Financial and Strategic Decisions, Volume 10 Number 1, Spring 1997, pp.47-57.
- Ratnawati, K. 2001. *Analisis Perbedaan Struktur Modal dan Faktor Interen, Faktor Ekstern Perusahaan Industri PMA dan Perusahaan Industri PMDN di Bursa Efek Jakarta, Serta Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan*, Disertasi Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya.
- Ross, S.A. 1977. *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*, The Bell Journal of Economics, Volume 8, No.1, Spring 1977, pp.23-40.
- Setyaningsih. 1996. *Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Go-Public Serta Pengaruhnya Terhadap Tingkat Hasil Saham Di pasar Modal Indonesia, Thailand dan Jepang*, Disertasi Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya.
- Sherman, Ann, E., David, C.M., Chang-Jin Kim. 1998. *The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, September 1998.
- Simerly, and Roy, L., Mingfang, L. 2000. *Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance : A Theoretical Integration and an Empirical Test*, Strategic Management Journal, Chicester, Vol.21. Iss. 1; p.31. Jan 2000.
- Sudarma, M. 2004. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta)*, Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Sugihen, S.G. 2003. *Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva dan Kinerja Keuangan serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka di Indonesia*, Disertasi Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya.
- Stulz, R. 1990. *Managerial discretion and optimal financing policies*, Journal of Financial Economics.
- Tien Pao, H., Bohdan, P., and Tenpao, L. 2003. *The Determinants of Capital Structure Choice using Linier Modls: High Technology Vs. Traditional Corporations*, Journal of Academy of Business and Economics, January 2003.