

HUBUNGAN STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN EXTERNAL MONITORING TERHADAP AGENCY COST DAN ALIRAN KAS

Yustina Ade

Fakultas Ekonomi Universitas Mulawarman
Jl. Tanah Grogot Kampus Gunung Kelua, Samarinda

Abstract: *Capital credit was credit given by private/government public bank to solve the problem of liquidation on companies. In a small company, inhibiting liquidation and information which was asymmetric influenced manpower recruitment, especially in manager level and it could make adverse selection problem. In agency theory, it was mentioned that agency problem could appear if there was a different self-interest between (1) capital owner and manager (2) capital owner and bank. This research was aimed to analyze if ownership structure and external monitoring had influence to agency cost and whether agency cost had influence to cash flow. The samples of this research were small companies running in manufactures, corporation, and which got capital credit. Samples taken were 101 companies and the analyzes method used was SEM. This research concluded that agency cost was in small companies that the manager was not the capital owner, but there was no indication of moral hazard.*

Keywords: *Ownership structure, agency cost, cash flow, moral hazard.*

Profil dunia usaha di Indonesia sebagian besar terdiri dari usaha mikro, kecil dan menengah (UMKM). Sumber data BPS memperkirakan 99,85% atau sekitar 44 juta unit usaha mempunyai skala mikro, kecil dan menengah dan sisanya hanya sekitar 0,15% saja yang memiliki skala korporasi. Kontribusi sektor ini terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) sekitar 57%, menyumbang hampir 19% dari total ekspor tahun 2006, serta menyediakan 97% kesempatan kerja. Namun penyaluran kredit bank-bank umum ke sektor ini selalu di bawah target, terbukti dari total unit usaha UMKM sebesar 44 juta hanya 4 juta unit

usaha saja yang memperoleh fasilitas kredit dan dari plafon kredit untuk pasar usaha mikro kecil, menengah senilai Rp. 125 milyar hanya terserap Rp. 6–7 milyar pada tahun 2006.

Masalah yang sering banyak dijumpai pada perusahaan kecil adalah faktor finansial (Kurwijila dan Due, 1991). Keterbatasan modal yang sering dihadapi perusahaan kecil adalah masalah kekurangan modal kerja yang berupa ketidakmampuan menyediakan persediaan bahan baku yang mencukupi dan persediaan barang atau inventori yang menyebabkan diskontinyu aktivitas. Kredit modal kerja termasuk

Korespondensi dengan Penulis:

Yustina Ade: Telp./Fax. + 62 541749 067

E-mail: jurkubank@yahoo.com

hutang jangka pendek (*short term debt*) maka tujuan utama dari kredit modal kerja untuk menjaga likuiditas perusahaan atau mendukung operasional perusahaan. (Brigham dan Gapensky, 1985). Penggunaan kredit modal kerja untuk tujuan lain yang dilakukan oleh manajer atau pemilik modal akan menyebabkan perusahaan mengalami problem likuiditas. Problem likuiditas pada perusahaan kecil akan semakin berat dialami terutama perusahaan kecil yang terikat hutang bank karena perusahaan kecil tidak mempunyai akses langsung terhadap pasar finansial. (Jefferson, 1997).

Di Indonesia sebagian besar perusahaan kecil dimiliki perseorangan, tidak memiliki status badan hukum dengan modal awal untuk menjalankan operasionalnya berasal dari modal sendiri, pinjaman antar keluarga terdekat atau lembaga-lembaga keuangan non formal. Jika pengusaha ingin mendapatkan pinjaman modal pada bank-bank umum komersial maka selain identitas pribadi, kolateral dan aliran kas, status badan hukum merupakan persyaratan yang harus dipenuhi. Peraturan pendirian perusahaan mempersyaratkan pendiri perusahaan minimal terdiri dari 2 orang. Dalam teori agensi dinyatakan bahwa perusahaan yang dimiliki oleh pemilik sekaligus merangkap sebagai manajer dalam menjalankan operasional perusahaan (*single owner manager*) maka perusahaan tersebut tidak memiliki biaya agensi (*zero agency cost*) (Jensen dan Meckling, 1976). Karena tidak ada pertentangan antara kepentingan pemilik dan manajer. Di sisi ekstrim lain, terdapat perusahaan dimana manajer hanya dibayar sebagai karyawan dan tidak memiliki modal (*equity*) perusahaan. Di antara kedua titik ekstrim ini terdapat struktur kepemilikan dimana manajer memiliki beberapa persen saham atau modal perusahaan.

Pada penelitian Holmes dan Schmitz (1996) dijelaskan di antara perusahaan-perusahaan kecil yang memiliki umur sama, probabilitas kegagalan bisnis menurun dengan adanya jabatan manajer

dalam perusahaan. Tetapi dengan adanya jabatan manajer maka biaya agensi (*agency cost*) akan muncul jika kepentingan manajer tidak sejalan dengan kepentingan pemilik modal. Kondisi ini diperparah dengan adanya *asymmetric information* karena pada perusahaan kecil informasi tentang operasional, produktivitas dan prospek usaha merupakan informasi pribadi (*private information*) yang hanya diketahui oleh pemilik. Hambatan likuiditas dan informasi yang tidak simetris mempengaruhi sistem penerimaan tenaga kerja pada perusahaan kecil. Banyak pemilik perusahaan kecil bekerja untuk dirinya sendiri dan hanya mempekerjakan karyawan yang mempunyai hubungan keluarga atau teman-temannya (Jefferson, 1997). Tingginya tingkat asimetri informasi pada perusahaan kecil membuat *problem adverse selection* penting untuk dipertimbangkan, karena perusahaan kecil memiliki banyak kemudahan untuk memindahkan risiko pada pihak lain.

Di dalam prakteknya untuk melakukan pengawasan terhadap perkembangan perusahaan-perusahaan yang dibiayai dan untuk memutuskan apakah perusahaan layak diberi tambahan pinjaman, bank lebih menekankan pada pola aliran kas (*cash flow*). Alokasi kelebihan aliran kas dikenal dalam literatur finansial sebagai dasar konflik antara manajer pada perusahaan besar dan pemilik modal (Joseph dan Richardson, 2002). Perusahaan kecil aliran kas bebas (*free cash flow*) digunakan untuk pengeluaran-pengeluaran non esensial yang menyebabkan biaya operasional meningkat. Dengan kata lain alokasi *free cash flow* pada perusahaan kecil digunakan untuk kepentingan konsumtif baik oleh manajer maupun pemilik modal. Tanpa adanya kontrol eksternal dari bank sebagai pemilik dana, mis-alokasi aliran kas dapat dilakukan oleh pemilik untuk kepentingan-kepentingan lain di luar perjanjian kredit. Kecenderungan ini dikategorikan *moral hazard* dimana tingkat *moral hazard* ini secara implisit

tampak pada perusahaan yang produktivitasnya tinggi atau *performance* efisiensi meningkat tapi tidak diikuti peningkatan aliran kas secara signifikan (Bajaj, Chan, Dasgupta, 1998). Tingkat *moral hazard* ini sangat ditentukan oleh pengawasan potensial (*potential control*) (Denzet dan Lehn, 1985) baik secara internal oleh pemilik modal (*shareholder*) maupun *external monitoring* dalam hal ini adalah bank.

Penelitian ini bertujuan untuk: (1) mengetahui apakah ada perbedaan *operating expense to sales ratio* dan *total asset turn over* pada perusahaan-perusahaan dimana pemilik merangkap manajer dan perusahaan yang menyangkut manajer di luar pemilik modal; (2) mengetahui apakah variabel struktur kepemilikan dan *external monitoring* mempunyai pengaruh terhadap *agency cost* yang diukur melalui *operating expense to sales ratio*; (3) mengetahui apakah variabel struktur kepemilikan dan *external monitoring* mempunyai pengaruh terhadap *agency cost* yang diukur melalui *total aset turn over ratio*; dan (4) mengetahui apakah variabel *operating expense to sales ratio* dan *total aset turn over ratio* mempunyai pengaruh terhadap *cash flow*.

AGENCY COST

Dalam literatur finansial, biaya agensi bisa timbul antara (1) pemilik modal (*shareholder*) dengan manajer dan (2) pemilik modal (*shareholder*) dengan pemilik modal bank (*debt holder*) (Brigham dan Gapensky, 1985). Untuk mengukur biaya agensi (*agency cost*) secara absolut, harus terdapat titik referensi (*reference point*) guna membandingkan beberapa kasus struktur kepemilikan. Disebutkan dalam teori agensi Jensen dan Meckling (1976) jika manajer memiliki 100% saham, maka pada perusahaan tersebut tidak terdapat biaya agensi (*zero agency cost*), Perusahaan dengan *zero agency cost*

biasanya hanya terdapat pada perusahaan kecil. Jika manajemen memiliki kurang dari 100% saham perusahaan, maka pemilik modal (*shareholder*) menanggung biaya agensi yang berasal dari keputusan manajer yang lebih mengutamakan kepentingannya sendiri, yang ditunjukkan dengan adanya alokasi kas (*free cash flow*) untuk pengeluaran-pengeluaran non esensial (*perquisite consumption*) dan melakukan keputusan-keputusan investasi yang tidak optimal.

Biaya agensi diukur melalui rasio pengeluaran biaya operasional terhadap penjualan (*operasional expense to sales ratio*) yaitu perbedaan pengeluaran operasional perusahaan antara perusahaan dengan *zero agency cost* dengan perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan tertentu. Pengukuran ini untuk mengetahui adanya kelebihan pengeluaran untuk keperluan non esensial (*perquisite consumption*). *Operational expense to sales* lebih tinggi menunjukkan adanya *agency cost* positif. Kedua, melalui pendekatan rasio efisiensi yaitu rasio penjualan terhadap total aset. (*sales to total aset ratio*). Seperti halnya pengukuran sebelumnya maka dilakukan pengukuran rasio efisiensi antara perusahaan dimana pemilik modal merangkap manajer dengan perusahaan yang manajernya memiliki saham kurang dari 100%. *Sales to aset ratio* yang tinggi menunjukkan *agency cost* negatif.

Pada perusahaan kecil, kinerja perusahaan sangat tergantung pada faktor non finansial dan faktor finansial. Perusahaan kecil yang ingin memperoleh fasilitas kredit dari bank umum komersial harus memiliki persyaratan tertentu diantaranya status badan hukum yang membentuk struktur kepemilikan, mempunyai kolateral dan aliran kas, interaksi antara struktur kepemilikan, pengawasan eksternal dan faktor-faktor lain yang tergabung dalam variabel pengontrol sangat menentukan besar kecilnya biaya agensi (*agency cost*) yang harus ditanggung oleh pemilik modal. Biaya agensi ini akan

KEUANGAN ■■■■■

mempengaruhi, aliran kas yang bisa dipakai sebagai dasar untuk menentukan nilai perusahaan.

HIPOTESIS

- H₁ : Struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *operational expense to sales ratio*.
- H₂ : *External monitoring* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *operational expense to sales ratio*.
- H₃ : Variabel Pengontrol mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *operational expense to sales ratio*.
- H₄ : Struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *total asset turnover*.
- H₅ : *External monitoring* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *total asset turnover*.
- H₆ : Variabel Pengontrol mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *total asset turnover*.
- H₇ : *Operational expense to sales ratio* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap aliran kas.
- H₈ : *Total asset turnover* mempunyai pengaruh signifikan terhadap aliran kas.

METODE

Desain Penelitian

Obyek Penelitian

Adalah perusahaan-perusahaan kecil yang bergerak di bidang manufaktur, berbadan hukum, memperoleh kredit modal kerja dari bank umum komersial swasta/pemerintah dengan jangka

waktu kredit ≥ 2 tahun, kredit berkisar Rp. 50 juta – 500 juta, nasabah berada pada golongan satu, dan berada di wilayah kerja Bank Indonesia Malang

Definisi Operasional Variabel Struktur kepemilikan

Mempunyai 4 indikator yaitu: manajer merangkap *shareholder*, satu keluarga memiliki > 50% modal, kepemilikan dengan *primary owner* dan jumlah pemilik modal lebih dari 2

External monitoring

Mempunyai 3 indikator yaitu: lama perusahaan berhubungan dengan *primary bank*, jumlah *banking relationship*, dan *debt to asset ratio*

Variabel pengontrol

Mempunyai 2 indikator yaitu penjualan tahunan dan umur perusahaan

Variabel endogen

Mempunyai 3 indikator yaitu: *operational expense to sales ratio*, *total asset turnover ratio*, dan *cash flow*

Structural Equation Modelling

Model persamaan struktural didasarkan pada hubungan kausal yang diasumsikan linier, sehingga memungkinkan untuk menjawab pertanyaan penelitian yang bersifat regresi maupun dimensional dengan mengukur pengaruh maupun derajat hubungan dengan variabel-variabel secara simultan dengan metode analisis peubah ganda (*multivariate analysis*). Dengan SEM dapat dilakukan 3 kegiatan yaitu: (1) pemeriksaan validitas dan reliabilitas instrumen; (2) pengujian model hubungan antar variabel; (3) mendapatkan model untuk prakiraan

Langkah Analisis Data
Penyusunan Data

Dari data laporan keuangan dibuat tabulasi data untuk menghitung rasio keuangan yang terdiri dari : *operational expense to sales*, *total aset turnover*, dan *debt to total aset*. Dari data akte pendirian perusahaan dibuat tabulasi struktur kepemilikan perusahaan dan lama perusahaan berdiri. Dari data bank pemberi kredit ditabulasi lama perusahaan berhubungan dengan bank, jumlah *banking relationship* dan apakah manajer berasal dari *insider* atau *outsider*.

Uji Beda

Untuk mengetahui besarnya *agency cost* secara absolut digunakan uji beda T test antara variabel (X₁) manajer merangkap *shareholder*

dengan nilai 1 untuk manajer merangkap *shareholder (insider manager)* dan nilai 0 untuk manajer dari luar *shareholder (outsider)* pada *operational expense to sales ratio* dan *total aset turn over ratio*.

Mengkonstruksi Path Diagram

Berdasarkan model konsep penelitian menunjukkan bahwa variabel endogen *operational expense to sales ratio* dan *total aset turnover ratio* merupakan pengaruh terarah dengan variabel endogen pola aliran kas. Sehingga model yang digunakan adalah model rekursif dalam bentuk *path diagram*.

HASIL

Tabel 1. Uji Beda antara Perusahaan Dimana Manajer Merangkap Pemilik Modal dan Manajer dari Luar

	X₁	N	Mean	Sig (2 tailed)
Expense to	1	56	0,5507	0,000
Sales ratio	0	45	0,6553	
Total asset	1	56	2,981	0,000
Turnover ratio	0	45	2,280	

Sumber: Data penelitian yang diolah

Keterangan : (1) Manajer merangkap pemilik modal
(0) Manajer dari luar perusahaan (*outsider manager*)

Tabel 2. Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel Independent	Variabel Dependent	Standardize coefficient	P	Keterangan
Struktur kepemilikan	Expense to sales	-0,820	0,000	Signifikan
Struktur kepemilikan	Total aset turnover	0,903	0,000	Signifikan
External monitoring	Expense to sales	-0,154	0,287	Non signifikan
External monitoring	Total aset turnover	0,084	0,566	Non signifikan
Control variabel	Expense to sales	0,254	0,234	Non signifikan
Control variabel	Total aset turnover	0,222	0,241	Non signifikan
Expense to sales	Pola arus kas	1,198	0,022	Signifikan
Total aset turn over	Pola arus kas	1,183	0,029	Signifikan

Sumber: Data primer, diolah (2007)

Dari Tabel 1 dan 2 terdapat perbedaan signifikan pada variabel *operating expense to sales ratio* dan *total aset turnover* antara perusahaan dimana manajer merangkap pemilik modal (*insider manager*) dengan perusahaan yang mempekerjakan manajer dari luar (*outsider manager*).

Secara umum pada banyak perusahaan-perusahaan kecil lebih didominasi pemilik utama (*primary owner*) maupun satu keluarga memiliki lebih dari 50% modal perusahaan. Dan pada awal beroperasinya perusahaan sebagian besar pemilik modal terjun langsung mengendalikan perusahaan dengan dibantu keluarga terdekat (Jefferson, 1997). Dalam teori agensi dinyatakan bahwa perusahaan yang dimiliki pemilik sekaligus merangkap sebagai manajer dalam menjalankan operasional perusahaan (*single owner manager*), maka pada perusahaan tersebut tidak ada biaya agensi (*zero agency cost*) (Jensen and Meckling, 1976). Karena tidak ada pertentangan antara kepentingan pemilik dengan manajer (*convergent effect*) (Kissan dan Richardson, 2002).

Sejalan dengan makin berkembangnya perusahaan maka terdapat pemisahan antara pemilik dengan pengelola perusahaan. Pada penelitian Holmes dan Schmitz (1996) dijelaskan diantara perusahaan-perusahaan kecil yang memiliki umur sama, probabilitas kegagalan business menurun dengan adanya jabatan manajer dalam perusahaan. Meskipun dalam ruang lingkup kecil, jabatan manajer diperlukan agar operasional berjalan lancar dan pekerjaan dapat dilakukan secara profesional oleh orang-orang yang mempunyai waktu dan kemampuan. Tetapi karena sebagian besar perusahaan kecil mengalami hambatan likuiditas dan tingkat asimetri informasi yang tinggi karena dominasi pemilik (informasi tentang usaha, produktivitas dan prospek usaha merupakan informasi yang hanya diketahui pemilik) maka pasar kredit bagi perusahaan kecil mempunyai keseimbangan yang terkendala (*Constraint Equilibrium*). Keseimbangan

yang terkendala ini mempengaruhi perekrutan tenaga kerja dimana sebagai besar perusahaan kecil hanya mempekerjakan tenaga kerja keluarga terdekat maupun teman-temannya sendiri.

Tingkat bunga yang ditawarkan bank-bank umum komersial yang lebih rendah dari tingkat bunga informal tidak direspon langsung oleh perusahaan kecil sehingga pada titik equilibrium pasar kredit hanya sebagian kecil perusahaan yang *feasible* dan *bankable* yang memperoleh fasilitas kredit. Hambatan ini berpengaruh pada pasar tenaga kerja dimana demand tenaga kerja yang efektif (untuk perusahaan-perusahaan kecil yang memperoleh kredit) lebih kecil daripada *demand* tenaga kerja. Yang seharusnya adanya hambatan likuiditas dan asimetri informasi maka tingkat upah yang ditawarkan berada di bawah tingkat upah rata-rata. Sehingga pada sebagian perusahaan kecil perekrutan tenaga kerja hanya sebatas pada keluarga terdekat dan teman-temannya sehingga jabatan manajer diisi oleh tenaga kerja yang bukan ahli dalam bidangnya. Dengan tingkat upah di bawah rata-rata maka ada kecenderungan manajer untuk memanfaatkan fasilitas dalam perusahaan untuk kepentingan dirinya sendiri dan dengan tidak adanya pengawasan dari pemilik maka biaya operasional akan meningkat. Sehingga pada perusahaan yang memperoleh fasilitas kredit, *operating expense to sales ratio* menunjukkan perbedaan yang signifikan antara perusahaan dimana pemilik merangkap manajer dan manajer yang berasal dari luar (*outsider manager*).

Dominasi pemilik terutama menyangkut keputusan investasi menyebabkan manajer tidak dapat bekerja pada level yang paling baik (*first best level*). Di sisi lain meskipun manajer memiliki kepemilikan modal pemanfaatan *free cash flow* pada perusahaan kecil oleh manajer jarang untuk keperluan investasi melainkan untuk keperluan yang non esensial (*Preposition 1: Bajaj et al, 1998*).

Hasil penelitian pada perusahaan kecil yang mendapat fasilitas kredit modal kerja

hubungan positif antara *insider ownership* dengan *performance* efisiensi karena pemilik utama mampu menselaraskan berbagai kepentingan/*convergen effect* (Joseph dan Richardson, 2002). Tetapi hubungan ini bersifat non monotonik artinya bisa saja terdapat kasus kepemilikan meningkat tetapi *performance* perusahaan menurun (Schleiter dan Vishny, 1989) struktur kepemilikan yang berpengaruh positif terhadap *performance* perusahaan jika terdapat pengawasan internal dari pemilik modal maupun pengawasan eksternal dalam hal ini pemberi kredit atau bank (Servaes, 1990, Mehran, 1995, Denzet dan Lehn, 1993).

Penelitian pada perusahaan kecil yang memperoleh kredit modal kerja menunjukkan hasil bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan modal, maka *sales to aset ratio turnover* semakin meningkat yang berarti tidak terdapat *agency cost*. Pada *Preposition 2* (Bajaj, et.al 1998) disebut bahwa dengan tingkat produktivitas tetap, struktur kepemilikan mempunyai hubungan *inverse* dengan *degree moral hazard*. Artinya semakin tinggi tingkat kepemilikan modal maka semakin kecil kemungkinan terjadi penyalahgunaan baik di bidang finansial maupun non finansial yang dapat meningkatkan *agency cost*. Tetapi pada kasus dimana terdapat suatu perusahaan dengan tingkat produktivitas tetap tetapi *sales to aset ratio* menurun (*Preposition 3*: Bajaj et.al, 1998) maka dapat disimpulkan terjadi *moral hazard* pada perusahaan tersebut yang dapat meningkatkan *agency cost*. Pada penelitian perusahaan kecil yang memperoleh fasilitas modal kerja tidak dijumpai adanya *moral hazard* jika dihubungkan variabel struktur kepemilikan dengan *sales to aset ratio*. Dengan demikian semakin tinggi tingkat kepemilikan maka efisiensi investasi semakin meningkat. *Agency cost* yang berhubungan dengan tingkat efisiensi investasi hanya terdapat kepada perusahaan kecil yang mempekerjakan manajer dari luar (*outsider manager*).

External Monitoring Tidak Berpengaruh terhadap Expense to Sales Ratio

Variabel *external monitoring* yang terdiri dari lama perusahaan berhubungan dengan *primary bank* yang menunjukkan kemampuan bank dalam memonitor perusahaan yang didanai, variabel jumlah *banking relationship* yang menunjukkan besarnya biaya monitor bagi bank dimana insentif bagi masing-masing bank dalam monitor akan turun dengan semakin banyaknya perusahaan berhubungan dengan bank lain, dan variabel *debt to total aset* yang menunjukkan besar kecilnya *default risk* ternyata tidak berpengaruh pada *expense to sales ratio*.

Hal ini berarti bahwa kemampuan bank dalam memonitor, *cost of monitoring* dan *default risk* tidak mempengaruhi *performance* efisiensi perusahaan, melainkan *performance* efisiensi mempunyai pengaruh yang signifikan pada kepemilikan (*ownership*). Pada penelitian Ang (2000) menyatakan bahwa *external monitoring* yang dilakukan oleh pihak bank dapat mengurangi *agency cost* pada perusahaan-perusahaan kecil. Temuan ini cukup menarik, mengingat pada perusahaan kecil masalah yang sering dihadapi adalah hambatan likuiditas, tetapi setelah hambatan likuiditas, teratasi dengan adanya pendanaan modal kerja dari bank ternyata tidak mempengaruhi *performance* efisiensi. Ini berarti bahwa *magnitude* dari *agency cost* pada perusahaan kecil yang diteliti tidak dipengaruhi oleh monitoring dari pihak bank. Dan pada kenyataannya dalam memonitoring perusahaan-perusahaan yang menerima kredit, bank melakukan hanya sebatas pada monitoring secara pasif berdasarkan hasil laporan keuangan dan ketepatan nasabah dalam membayar bunga.

External Monitoring Tidak Berpengaruh pada Sales Aset Turnover Ratio

Variabel *external monitoring* yang terdiri dari lama perusahaan berhubungan dengan bank,

jumlah *banking relationship* dan *debt to aset ratio* tidak mempunyai pengaruh terhadap *sales aset turn over ratio* atau efisiensi dari investasi. Pemberian kredit modal kerja seharusnya meningkatkan perputaran *sales to aset ratio* terutama *sales to current asset ratio*. Tetapi pada penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh yang tidak signifikan. Temuan ini bisa diinterpretasikan bahwa penggunaan fasilitas kredit modal kerja yang merupakan kredit jangka pendek jika tidak dipergunakan sesuai perjanjian kredit akan mengakibatkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan dalam jangka panjang. Kondisi ini bisa bertambah buruk perekonomian mengalami periode kebijakan uang ketat (*tight money policy*). Perusahaan kecil mempunyai respon yang berbeda dibanding perusahaan besar pada periode-periode tertentu dalam siklus bisnis. Pada periode resesi, hambatan likuiditas yang dihadapi perusahaan kecil menurunkan tingkat inventori secara signifikan (Getler dan Gilchrist, 1994). Jika tingkat inventori menurun, penjualan juga menurun.

Temuan ini kontradiktif dengan penelitian Brau (2002) yang intinya menyatakan bahwa struktur kepemilikan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan melainkan variabel *external monitoring* yang terdiri dari lama perusahaan berhubungan dengan bank, jumlah hubungan dengan bank dan *debt to aset ratio* mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian perusahaan kecil yang memperoleh kredit modal kerja dari bank umum komersial, variabel *external monitoring* tidak berpengaruh terhadap efisiensi investasi dimana efisiensi investasi ini bagi perusahaan kecil sangat mempengaruhi aliran pendapatan di masa yang akan datang (*future earning stream*). Kondisi ini mempengaruhi *future earning stream*. Jika *future earning stream* terhambat sementara perusahaan dibebani biaya tetap (*interest*) maka akan mempengaruhi *free cash flow*.

Variabel Pengontrol Tidak Mempunyai Pengaruh terhadap *Expense To Sales Ratio* dan *Sales To Aset Ratio*

Variabel kontrol yang terdiri dari umur perusahaan dan *annual sales* tidak mempunyai pengaruh terhadap *performance* efisiensi maupun efisiensi investasi. Temuan ini menunjukkan bahwa pada perusahaan-perusahaan kecil yang diteliti variabel kontrolnya tidak mempunyai pengaruh terhadap *agency cost*. *Agency cost* hanya mempunyai pengaruh secara signifikan dengan struktur kepemilikan yang merupakan kunci dari *agency problem*.

Operasional *Expense To Sales Ratio* dan *Total Aset Turn Over* Mempunyai Pengaruh yang Signifikan terhadap Aliran Kas

Pada penelitian Ang (2000) tidak menghubungkan bagaimana pengaruh biaya agensi pada perusahaan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini kemudian dilanjutkan oleh Brau (2002) dengan meneliti hubungan antara biaya agensi dengan nilai perusahaan kecil yang tercermin dalam pengenaan *interest rate* dan persyaratan kolateral tambahan untuk perusahaan yang ingin menambah kredit. Penelitian ini sekaligus menganalisa bagaimana pengaruh biaya agensi terhadap nilai perusahaan yang tercermin dalam aliran kas, karena dalam prakteknya untuk memperoleh tambahan fasilitas kredit, bank mempertimbangkannya melalui analisa aliran kas atau tersedianya *free cash flow* untuk menanggung beban tambahan.

Hasil penelitian ini menunjukkan terdapat pengaruh positif yang signifikan antara biaya agensi yang dianalisis berdasarkan operasional *expense to sales ratio* dan *total aset turn over* terhadap aliran kas. Kredit modal kerja adalah kredit yang bersifat angka pendek (*short term*) maka penggunaan yang tidak sesuai dengan perjanjian kredit dapat menyebabkan perusahaan mengalami hambatan likuiditas. Meningkatnya

operasional *expense to sales ratio* dan *total aset turn over* diikuti dengan meningkatnya aliran kas. Temuan ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan-perusahaan kecil yang memperoleh fasilitas kredit modal kerja tidak ditemukan adanya indikasi *modal hazard* atau penggunaan kredit di luar perjanjian kredit. Temuan ini merekomendasikan bahwa untuk pengukuran kredit modal kerja untuk perusahaan kecil terutama yang mempunyai struktur kepemilikan pemilik merangkap manajer bank tidak perlu ragu-ragu lagi untuk mengatasi hambatan yang terjadi di pasar kredit.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk: (1) mengetahui apakah ada perbedaan *operating expense to sales ratio* dan *total aset turn over* pada perusahaan-perusahaan dimana pemilik merangkap manajer dan perusahaan yang menyangkut manajer di luar pemilik modal; (2) mengetahui apakah variabel struktur kepemilikan dan *external monitoring* mempunyai pengaruh terhadap *agency cost* yang diukur melalui *operating expense to sales ratio*; (3) mengetahui apakah variabel struktur kepemilikan dan *external monitoring* mempunyai pengaruh terhadap *agency cost* yang diukur melalui *total aset turn over ratio*; dan (4) mengetahui apakah variabel *operating expense to sales ratio* dan *total aset turn over ratio* mempunyai pengaruh terhadap *cash flow*. Dari hasil penelitian diketahui bahwa terdapat perbedaan signifikan pada variabel *expense to sales ratio* dan *total aset turnover* antara perusahaan dimana manajer merangkap *shareholder (insider manager)* dengan perusahaan yang mempekerjakan manajer dari luar (*outsider manager*).

Struktur kepemilikan menunjukkan adanya hubungan inverse dengan *expense to sales ratio* yang berarti bahwa dengan semakin meningkatnya kepemilikan utama (*primary owner*).

Struktur kepemilikan secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap *sales to aset ratio*. *External Monitoring* tidak berpengaruh terhadap *expense to sales ratio*. Demikian pula *External Monitoring* tidak berpengaruh pada *Sales To Aset Turnover Ratio*. Variabel kontrol tidak mempunyai pengaruh terhadap *expense to sales ratio* dan *sales to aset ratio*. Sedangkan *expense to sales ratio* dan *sales to aset turnover* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *free cash flow*.

Saran

Penelitian ini mempunyai keterbatasan dimana indikasi *moral hazard* tidak diteliti lebih lanjut. Karena perhitungan aliran kas yang dipakai adalah *free cash flow* yang tidak dipisahkan secara detail antara operasional *cash flow*, *financial cash flow* atau investasi *cash flow*. Pembuktian ini memberikan celah untuk dijadikan bahan penelitian selanjutnya.

Kontribusi penelitian ini bagi pengembangan ilmu adalah bahwa problem agensi pada perusahaan kecil timbul jika manajer berasal dari luar pemilik modal tetapi problem agensi ini tidak sampai mempengaruhi aliran kas atau nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, J.S, Cole, E.A and Lin, J.W. 2000. Agency Cost and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No.1. February, pp.81–105.
- Bajaj, M, Chan, Y.S., and Dasgupta, S. 1998. The Relationship between Ownership, Financing Decision, and Firm Performance, A Signaling

KEUANGAN ■■■■■

Philip, J.N. 1997, Unemployment and Financial Constraints Faced by Small Firms. *Economic Inquiry*, Vol XXXV, January.

Shleifer, A. and Vishny, R. 1989. Management Entrenchment. *Journal of Financial Economics*, Vol.25, pp.123–129.

Sudarma, M. 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan. *Disertasi*. Tidak Dipublikasikan. Program Studi Ilmu Ekonomi Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya Malang.