

MEKANISME *BONDING* DAN NILAI PERUSAHAAN

M. Budi Widiyo Iryanto

Institut Bisnis dan Informatika Indonesia
Jl. Yos Sudarso Kav 87 Jakarta, 14350.

Sugeng Wahyudi

Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro
Jl. Erlangga Tengah 17 Semarang.

Abstract

This study aimed to analyze the role of agency costs mediating the relationship between the mechanism of bonding and the company values, and analyze the role of the corporate environment moderating the relationship between the mechanism of bonding and the value of the company. Industrial sector non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange as an object of research for the period 2006-2008. Based on purposive sampling method, it obtained samples of 46 companies or 138 units of analysis. Completion estimated path model approach Partial Least Square (PLS) through Smart PLS software version 2.0 M3. The findings of this study are the remuneration as a bonding mechanism had a significant positive effect on firm value. Equity agency costs mediated the influence of bonding mechanisms of corporate value, while the agency costs of debt did not mediate the effect of bonding mechanism to value the company. It moderated the relationship between corporate environmental and bonding mechanism to value the company. Finally, the study found evidence of practices of public companies control agency problem in Indonesia supported the integration of contingency theory and agency theory.

Key words: *mechanism of bonding, equity agency costs, agency costs of debt, firm value, agency theory, contingency theory.*

Sejak para ahli keuangan seperti Berle & Means (1932) dan Jensen & Meckling (1976) menduga bahwa pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan masalah, telah terjadi pergeseran pemahaman tentang perilaku perusahaan. Sebelumnya, para peneliti menggambarkan perilaku perusahaan telah mengabaikan adanya manajer profesional dalam perusahaan. Oleh karena itu tujuan yang ingin dicapai oleh manajer selalu selaras dengan kepentingan para pemegang saham. Berbeda dengan perusahaan modern yang dikelola oleh manajer profesional, para peneliti mengasumsikan

bahwa manajer tidak akan berkerja sesuai dengan tujuan pemegang saham.

Hipotesis yang disampaikan Jensen (1986) dan Belden, Fister, & Knapp, (2005) menyatakan bahwa manajer perusahaan besar kurang bersungguh-sungguh dalam melaksanakan pekerjaannya. Pada perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas bebas (*free cash flow*), manajer cenderung *perquisite*. Manajer cenderung memanfaatkan dana untuk kepentingan dirinya sendiri, namun menjadi beban bagi pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976 dan Howe, Vogt, & He, 2003). Oleh karena itu diperlukan mekanisme

Korespondensi dengan Penulis:

Sugeng Wahyudi: Telp.+ 62 24 845 2269, Fax. +62 24 845 0310
E-mail: admisi_die@yahoo.com

pengendali agar tindakan manajer selalu mengarah pada pencapaian kepentingan para pemegang saham.

Riset tentang mekanisme-mekanisme kendali terhadap perilaku oportunistik manajer telah banyak dilakukan, namun hasilnya masih menjadi perdebatan. Salah satu penyebabnya adalah tidak dilakukan analisis secara terpadu untuk mengurangi masalah-masalah keagenan yang sering terjadi pada perusahaan publik. Kebanyakan penelitian mengembangkan mekanisme kendali hanya ditujukan untuk menyelesaikan salah satu di antara masalah-masalah keagenan, yaitu masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham atau masalah keagenan antar pemegang saham atau masalah keagenan antara pemegang saham dengan kreditur. Oleh karena itu diperlukan kajian lebih komprehensif. Melalui kajian yang komprehensif diharapkan diperoleh mekanisme-mekanisme yang sesuai untuk mereduksi masalah-masalah keagenan tersebut dan pada akhirnya meminimalkan total biaya keagenan.

Menurut teori keagenan, masalah keagenan dapat dieliminir dengan menggunakan mekanisme *bonding* (Jensen & Meckling, 1976). Mekanisme *bonding* merupakan bentuk mekanisme kendali melalui kebijakan manajer untuk dapat mengamankan kepentingan para pemegang saham. Manajer mengikat dirinya untuk membuat kebijakan-kebijakan operasional perusahaan mengarah pada kepentingan para pemegang saham. Bentuk-mekanisme *bonding* antara lain kepemilikan saham oleh manajer (Jensen & Meckling, 1976; Agrawal & Mandelker, 1987); renumerasi (Eisenhardt, 1985; Conlon & Parks, 1990), dividen (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; dan Kusuma & Susanto, 2004) dan utang (Hart, 1995; Agrawal & Knoeber, 1996; dan Kusuma & Susanto, 2004).

Lin (2005) mengatakan bahwa masalah renumerasi bagi eksekutif telah menjadi perhatian yang luas di kalangan akademika dengan total lebih dari 300 hasil studi. Menarik untuk dicermati perkembangan fenomena di Indonesia saat ini. Berdasarkan pada dua belas perusahaan yang konsisten menyampaikan data renumerasi (lihat JSX 2006-2007; JSX

2007-2008; JSX 2008-2009; dan IDX 2009-2010) menunjukkan bahwa terjadi peningkatan yang signifikan dalam pembayaran renumerasi terhadap dewan komisaris dan dewan direksi. Pemberian renumerasi terus meningkat, mengindikasikan perusahaan berupaya mengembangkan mekanisme *bonding* untuk mengeliminir konflik keagenan. Mungkinkah, pemberian renumerasi tersebut berdampak pada peningkatan nilai perusahaan?

Berbagai fakta empiris telah menunjukkan adanya *research gap*. Penelitian Park, (2002); Desai, Kroll & Wright (2003); Del Brio, Maria, & Perote (2006); Ghosh (2006); Kato & Long (2006); Mine & Hegde (2006); dan Schiehl (2006) memberikan hasil yang sesuai dengan teori keagenan dan *optimal contracting theory* yaitu terdapat hubungan positif antara renumerasi dengan nilai perusahaan. Hasil tersebut berbeda dengan temuan Dogan & Smyth (2002); Alshimmiri (2005); dan Kubo (2005).

Berdasarkan pada kesenjangan masalah berupa adanya kontradiksi teoritis dan hasil penelitian mengenai hubungan mekanisme *bonding* oleh renumerasi dengan nilai perusahaan, maka masalah penelitian pada studi ini adalah bagaimana peranan biaya keagenan dalam memediasi hubungan dan mekanisme *bonding* dengan nilai perusahaan?

Penelitian ini bertujuan untuk mengembangkan pendekatan empiris sebagai upaya menyelesaikan kontroversi konseptual tentang pengaruh mekanisme *bonding* terhadap nilai perusahaan. Adapun upaya yang dilakukan adalah membangun variabel konstruk mekanisme kendali biaya keagenan, variabel konstruk biaya keagenan ekuitas dan biaya keagenan utang, variabel konstruk nilai perusahaan dalam perspektif teori keagenan. Di samping itu penelitian juga bertujuan untuk menganalisis peranan lingkungan perusahaan dalam memoderasi hubungan antara mekanisme *bonding* dengan nilai perusahaan dalam perspektif teori kontingensi.

Penelitian ini membangun sebuah model empiris untuk menganalisis mekanisme kendali masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer, antara pemegang saham melalui manajer de-

Mekanisme *Bonding* dan Nilai Perusahaan

M. Budi Widiyo Iryanto dan Sugeng Wahyudi

ngan kreditor, dan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Model penelitian ini dibangun berdasarkan landasan teoritis menurut tingkatannya yaitu *grand theory*, *middle theory* dan *substantial theory*. Teori keagenan dan teori kontingensi merupakan *grand theory*, dan *signaling theory* sebagai *middle theory*, sedangkan *substantial theory* adalah *free cash flow theory*, dan *optimal contracting theory*.

Teori keagenan menjelaskan bagaimana keberadaan pasar dan mekanisme-mekanisme institusi serta perjanjian kontrak yang lengkap dapat mengurangi masalah keagenan (Padilla, 2008). *Bonding* merupakan mekanisme yang dapat dikembangkan untuk mengendalikan masalah keagenan (Jensen & Meckling, 1976 dan Ang & Cox, 1997). Menurut teori kontingensi dijelaskan bahwa keefektifan disain dan penggunaan mekanisme kendali dipengaruhi oleh faktor-faktor internal dan eksternal atau lingkungan perusahaan (Hickson, Pugh, & Pheysey, 1969).

Signaling theory menjelaskan bagaimana mekanisme *bonding* sebagai kendali masalah keagenan merupakan signal tiadanya informasi asimetrik. Dari sudut pandang teori *signaling*, pemberian renumerasi (Alshimmiri, 2004 dan Ees, Postma, & Sterken, 2003), *leverage* dan pembayaran dividen mencerminkan signal perusahaan memiliki prospek yang bagus di masa depan sehingga para investor merespon informasi tersebut melalui peningkatan harga saham perusahaan (Arkelov, 1970; Spence, 1973; Leland & Pyle, 1977 dan Myers & Majluf, 1984).

Free cash flow theory menjelaskan bahwa untuk mengurangi masalah keagenan, dapat dilakukan dengan cara mengurangi arus kas yang ada dalam kendali manajer, yaitu melalui pembayaran dividen (Rozeff, 1982 dan Easterbrook, 1984) dan utang (Jensen, 1993).

Optimal contracting theory menjelaskan bahwa renumerasi para manajer merupakan salah satu mekanisme yang digunakan dewan komisaris untuk menyetarakan keputusan-keputusan manajer dengan kepentingan pemegang saham (Yermack, 1995; Murphy, 1999 dan Bebchuk, *et al*, 2002).

Model penelitian ini merupakan pengembangan dari berbagai model mekanisme kendali yang dikembangkan Jensen & Meckling (1976); Agrawal & Knoeber (1996); Ang & Cox, (1997) dan Kusuma & Susanto, (2004). Analisis bahasan pengembangan model dimulai dari membangun mekanisme melalui variabel kontruks yaitu mekanisme *bonding*. Biaya keagenan diposisikan sebagai mediasi hubungan antara mekanisme *bonding* dengan nilai perusahaan. Biaya keagenan diperinci sesuai dengan konflik yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham dan kreditor dengan pemegang saham. Dengan memisahkan antara biaya keagenan ekuitas dengan biaya keagenan utang diharapkan dapat diketahui konflik mana yang dapat dieliminir oleh mekanisme *bonding*. Berdasarkan pada teori kontingensi, model dikembangkan dengan mempertimbangkan faktor lingkungan. Lingkungan perusahaan tersebut diharapkan moderasi hubungan antara mekanisme biaya keagenan dengan nilai perusahaan.

Hubungan Biaya Keagenan dengan Nilai Perusahaan.

Hubungan biaya keagenan ekuitas dengan nilai perusahaan diharapkan negatif. Berkurangnya konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham dan konflik antar pemegang saham menunjukkan biaya keagenan ekuitas berkurang, sehingga diharapkan nilai perusahaan meningkat. Beberapa bukti empiris telah menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara biaya keagenan ekuitas dengan nilai perusahaan. Seperti penelitian Wang & Deng (2006) dengan melakukan penelitian di bursa China. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara biaya keagenan ekuitas dengan kinerja perusahaan. Hasil ini sesuai dengan temuan Bae, *et al*. (1994) dan Depken II, Nguyen, & Sarkar (2008).

Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer dapat pula dikurangi melalui kepemilikan saham oleh blok besar. Namun demikian bilamana pemegang saham dalam jumlah besar tidak berafiliasi dapat memberikan dampak yang berbeda terhadap

konflik keagenan. Keberadaannya bisa menimbulkan konflik antara pemegang saham dengan kreditor. Jensen & Meckling (1976) mengamati bahwa keanekaragaman pemegang saham telah mendorong untuk mengambil alih kekayaan kreditor dengan berinvestasi pada proyek-proyek yang memberi harapan *return* tinggi tetapi penuh risiko (*asset substitution*). Sisi lain kreditor, mengantisipasi kecenderungan seperti itu, dengan meminta bunga yang lebih tinggi, sehingga berdampak pada tingginya biaya utang (*cost of debt*), dengan demikian biaya keagenan utang semakin tinggi. Dalam penelitian Bae, Klein, & Padmaraj (1994) telah ditemukan bahwa biaya keagenan utang dan nilai perusahaan berhubungan negatif signifikan.

Hubungan Mekanisme *Bonding* dengan Nilai Perusahaan.

Menurut teori keagenan, utang dapat digunakan sebagai salah satu kontrol masalah keagenan. Dasar pemikirannya seperti yang disampaikan Jensen (1986) bahwa masalah keagenan ekuitas berkaitan dengan perusahaan memiliki arus kas bebas yang berlebihan dan pendistribusian arus kas sepenuhnya pada pertimbangan manajer perusahaan. Peningkatan utang akan membuat manajer melakukan *bonding* untuk menyediakan arus kas di masa depan. Oleh karena itu mekanisme *bonding* melalui utang diharapkan meningkatkan nilai perusahaan. Beberapa studi empirik mendukung utang sebagai mekanisme *bonding* untuk mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham adalah Choi, *et al.* (2007); Belkhir (2005); di India oleh Selarka (2005) dan Ghosh (2006); di Indonesia oleh Untung & Pawestri (2006) dan di Mesir oleh Elsayed (2007).

Rozeff (1982); Easterbrook (1984); Jensen (1986) dan Al-Malkawi (2007) telah mengenalkan dividen sebagai salah satu mekanisme yang dapat mengurangi masalah keagenan antara manajer dengan para pemegang saham. Pembayaran dividen menyebabkan arus kas bebas perusahaan dalam kendali manajer berkurang sehingga tidak ada kesempatan baginya untuk melakukan tindakan pemborosan melalui pengeluaran yang tidak bermanfaat bagi peningkatan

kesejahteraan para pemegang saham. Penelitian Al-Khouri, *et al.* (2004) di Amman Yordania; Howe, *et al.* (2003), dan Sujoko & Subiantoro, (2007) mendukung bahwa dividen berhubungan positif dengan nilai perusahaan.

Gomez-Mejia, Tosi, & Hinkin (1987); dan Tosi, Katz, & Gomez-Mejia (1997) mengatakan bahwa renumerasi manajerial merupakan faktor kunci dalam hubungan *principal-agent*. Oleh sebab itu perusahaan mendisain kontrak renumerasi dimaksudkan untuk dapat memberikan renumerasi yang tepat bagi para eksekutifnya sehingga mereka termotivasi memaksimalkan nilai perusahaan (Jensen & Murphy, 1990). Ghosh (2006) yang melakukan penelitian di India menemukan hubungan positif signifikan antara renumerasi eksekutif dengan kinerja perusahaan.

Utang juga merupakan alat untuk membuat manajer menjadi lebih disiplin (Harris & Raviv, 1988, dan Stulz, 1988). Beberapa studi telah membuktikan bahwa besarnya utang menyebabkan biaya keagenan ekuitas berkurang. Seperti Studi Hijazi (2006) dan Li & Cui (2003). Demikian pula telah dibuktikan oleh Henry (2008) bahwa kebijakan dividen mampu mengurangi biaya keagenan ekuitas.

Beberapa bukti empirik juga mendukung bahwa renumerasi dapat mengurangi biaya keagenan. Misalnya, Depken II, *et al.* (2008) menggunakan variabel biaya keagenan ekuitas dengan proksi yang didasarkan konsep Jensen & Meckling (1976) dan metodologi *stochastic frontier* yaitu perbedaan antara nilai optimal teoritikal perusahaan dengan nilai aktual perusahaan. Renumerasi diukur dengan log dari total renumerasi. Berdasarkan sampel 1.043 data observasi perusahaan di USA tahun 1996-2000 dan analisis *OLS regression* ditemukan hubungan negatif signifikan antara renumerasi dengan biaya keagenan ekuitas.

Keberadaan utang dapat membatasi perilaku oportunistik manajer untuk membangun perusahaan yang besar (*empire*) atas kepentingannya melalui investasi pada proyek-proyek yang memberikan hasil NPV negatif. Sisi lain utang yang semakin tinggi mem-

Mekanisme *Bonding* dan Nilai Perusahaan

M. Budi Widiyo Iryanto dan Sugeng Wahyudi

buat kemungkinan risiko kegagalan perusahaan juga tinggi. Hal tersebut akan mendorong pihak kreditor meminta bunga yang lebih tinggi untuk tambahan pinjaman berikutnya. Jadi hubungan antara utang dengan nilai perusahaan masih *ambigu* (Baliga, Moyer, & Rao, 1996; Agrawal & Knoeber, 1996; dan Depken II, *et al*, 2008). Hasil berbeda disampaikan oleh Belkhir (2005); Selarka (2005); Ghosh (2006); Untung & Pawestri (2006); Elsayed (2007) dan Choi, Park, & Yoo (2007) yang menemukan bahwa utang dan nilai perusahaan berhubungan positif signifikan.

Beberapa bukti empirik menunjukkan masih terjadinya perdebatan mengenai hubungan kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Borokhovich, *et al*. (2005) meneliti tentang peran dividen sebagai mekanisme kontrol untuk mengurangi biaya keagenan. Penelitian menggunakan data 234 perusahaan yang disampaikan Standar & Poor pada tahun 1992 sampai dengan 1999. Berdasarkan metode analisis data *ordinary least square regression* ditemukan fakta pengumuman dividen yang semakin meningkat mendapat reaksi negatif harga pasar di sekitar pengumuman dividen. Demikian pula temuan Untung & Pawestri, (2006).

Beberapa studi telah mendukung *rent extraction theory*. Seperti temuan Kubo (2005) yang menemukan bahwa manajer cenderung melakukan pembayaran renumerasi yang berlebihan. Demikian pula temuan Henry (2008) yang menemukan bahwa antara renumerasi dengan biaya keagenan ekuitas berhubungan positif signifikan. Temuan serupa disampaikan oleh Gregg, Machin, & Szymanski (1993); Conyon, *et al*, (1995); dan Zhou (1999) disimpulkan bahwa hubungan antara renumerasi dengan nilai perusahaan tidak signifikan.

Menurut teori keagenan, penggunaan lebih banyak utang dan mengurangi penggunaan dana dari ekuitas, maka dapat mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan para pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976 dan Crutchley & Hansen, 1989). Ketika konflik antara pemegang saham dengan manajer berkurang, maka kepentingan para pemegang saham dengan kreditor menjadi selaras (Ashbaugh, *et*

al., 2004). Para pemegang saham berusaha menjaga hubungan yang baik dengan pihak kreditor, diperoleh kemudahan mendapat tambahan dan dari pihak kreditor. Jadi dengan demikian tidak terjadi konflik antara para pemegang saham dengan kreditor.

Berdasarkan argumentasi *free cash flow theory*. Jensen & Meckling, (1976); Anderson, *et al*. (2003); Chung, *et al*. (2005) dan Pawlina & Renneboog (2005) menjelaskan bahwa peningkatan utang akan mengurangi arus kas perusahaan, karena sebagian besar arus kas digunakan untuk membayar bunga dan pokok pinjaman sehingga tidak ada arus kas dalam perusahaan yang dimanfaatkan oleh manajer untuk melakukan tindakan-tindakan *perquisites*. Berkurangnya konflik antara manajer dengan pemegang saham, maka arus kas perusahaan yang diharapkan bagi kreditor meningkat. Peningkatan arus kas perusahaan, dengan sendirinya akan mengurangi risiko kebangkrutan dan memberikan rasa aman bagi kreditor. Dengan demikian kreditor akan bersedia memberi pinjaman dengan biaya bunga yang lebih murah. Berdasarkan pada argumentasi tersebut diharapkan *leverage* berhubungan negatif dengan biaya keagenan utang.

Pembayaran dividen dapat mengurangi oportunistik manajer untuk menginvestasikan arus kas bebas ke dalam proyek-proyek yang memberi manfaat bagi manajer (Jensen, 1986). Konsekuensinya kreditor memperoleh jaminan atas investasinya, sehingga risiko kebangkrutan kreditor berkurang. Berdasarkan pada penjelasan ini, maka mekanisme *bonding* melalui kebijakan dividen berhubungan negatif dengan biaya keagenan utang.

John & John (1993) mengamati bahwa dalam mendisain struktur kompensasi sebuah perusahaan seharusnya tidak hanya mengkaitkan masalah keagenan antara manajer dengan para pemegang saham, tetapi juga harus mempertimbangkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditor. Karena disain renumerasi mungkin bermanfaat bagi kreditor khususnya terkait dengan peningkatan *monitoring* oleh dewan komisaris independen. Oleh karena itu diharapkan hubungan antara renumerasi

sebagai mekanisme *bonding* dengan biaya keagenan utang negatif.

Fakta empiris yang mendukung bahwa mekanisme *bonding* melalui renumerasi berdampak negatif terhadap biaya keagenan utang seperti yang disampaikan Ertugrul & Hegde (2006), menggunakan data Mergent Bond Record periode 2000-2002 menemukan bahwa renumerasi dan biaya keagenan utang berhubungan negatif signifikan.

Perbedaan bukti empirik mengenai hubungan utang dengan nilai perusahaan mencerminkan hubungan tersebut ditentukan oleh *trade-off* antara biaya keagenan ekuitas dengan biaya keagenan utang. Peningkatan utang akan mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham sehingga biaya keagenan ekuitas turun. Peningkatan utang tersebut dapat memicu konflik antara pemegang saham dengan kreditor sehingga biaya keagenan utang naik. Apabila turunnya biaya keagenan ekuitas lebih rendah daripada naiknya biaya keagenan utang, maka semakin besar utang perusahaan berdampak pada turunnya nilai perusahaan.

Demikian pula hubungan *bonding* melalui kebijakan dividen dengan nilai perusahaan juga masih ambigu. Pembayaran dividen menunjukkan adanya *signal* positif mengenai arus kas bebas perusahaan di masa mendatang, sehingga nilai perusahaan meningkat. Sisi lain kebijakan pembayaran dividen yang berlebihan merupakan strategi para pemegang saham untuk melakukan ekspropriasi aset perusahaan, sehingga menyebabkan arus kas yang tersedia bagi kreditor berkurang (Choi & Yoo, 2006).

Hasil penelitian tentang pengaruh mekanisme *bonding* melalui dividen terhadap nilai perusahaan menemukan bukti tidak konsisten. Depken II, *et al.* (2008) memberikan bukti empiris bahwa dividen berhubungan positif signifikan dengan nilai perusahaan (Al-Khouri, Magableh, & Aldamen, 2004), sedangkan Choi & Yoo, (2006) menemukan bahwa dividen dan nilai perusahaan berhubungan negatif signifikan.

Demikian pula terdapat beberapa fakta empirik yang telah membuktikan bahwa renumerasi berhu-

ubungan negatif signifikan dengan nilai perusahaan (Dogan & Smith, 2002 dan Kato & Long, 2006).

Kesimpulan yang masih membingungkan mengenai hubungan antara mekanisme *bonding* tersebut dengan nilai perusahaan mungkin disebabkan oleh ketidakefektifan mekanisme *bonding* dalam mengendalikan biaya keagenan utang.

Peranan Lingkungan Perusahaan dalam Moderasi Hubungan antara Mekanisme Bonding dengan Nilai perusahaan.

Lingkungan perusahaan tersebut bersifat tidak statis, setiap saat mengalami perubahan. Salah satu pemicunya adalah kemajuan teknologi informasi. Perubahan situasi yang terjadi hampir setiap saat, baik kondisi eksternal dan internal sangat mempengaruhi kontinuitas organisasi (Elizabeth, 2002). Oleh karena itu menghadapi perubahan lingkungan organisasi yang cepat tersebut, organisasi dituntut untuk cepat tanggap terhadap kondisi yang terjadi dan memiliki kemampuan untuk dapat menyesuaikan (Wortzel & Wortzel, 1998). Salah satu indikator untuk mengetahui seberapa besar kemampuan perusahaan menyesuaikan perusahaan lingkungan dapat diukur dengan besar kecilnya risiko bisnis perusahaan (Demsetz & Lehn, 1985).

Harga saham perusahaan secara individual yang tercatat di bursa ditentukan oleh penawaran dan permintaan oleh investor. Perilaku dan opini investor dipengaruhi oleh faktor-faktor wajar dan non wajar. Bilamana perilaku dan opini investor didominasi oleh faktor non wajar maka investor tersebut akan bertindak secara tidak rasional (faktor emosional lebih dominan). Perilaku dan opini investor yang dipengaruhi oleh faktor non wajar disebut sentimen investor. Khususnya di negara yang pasar modalnya sedang berkembang (*emerging market*), maka sentimen investor lebih dominan dalam mempengaruhi pergerakan harga saham, bahkan berdampak pada pasar keuangan secara keseluruhan. Seperti yang disampaikan oleh Singhvi (2001), bahwa sentimen investor dapat menjelaskan kinerja saham perusahaan dengan lebih baik, karena faktor-faktor non wajar telah dipertimbangkan.

Mekanisme *Bonding* dan Nilai Perusahaan

M. Budi Widiyo Iryanto dan Sugeng Wahyudi

HIPOTESIS

- H_{1.a} : biaya keagenan ekuitas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan
- H_{1.b} : biaya keagenan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan
- H_{2.a} : mekanisme *bonding* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{2.b} : mekanisme *bonding* berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan ekuitas
- H_{2.c} : biaya keagenan ekuitas menjembatani hubungan antara mekanisme *bonding* dengan nilai perusahaan
- H_{3.a} : mekanisme *bonding* berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan utang
- H_{3.b} : biaya keagenan utang menjembatani hubungan mekanisme *bonding* dengan nilai perusahaan
- H₄ : lingkungan perusahaan memoderasi pengaruh mekanisme *bonding* terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan pada pokok-pokok pikiran yang telah dipaparkan di atas yang dituangkan dalam hipotesis-hipotesis penelitian, maka model empiris penelitian ini disampaikan pada Gambar 1.

METODE

Pengujian model struktural mekanisme kendali biaya keagenan dilakukan dari model empiris seperti pada Gambar 1 yang secara matematis persamaan struktural model empirik tersebut sebagai berikut:

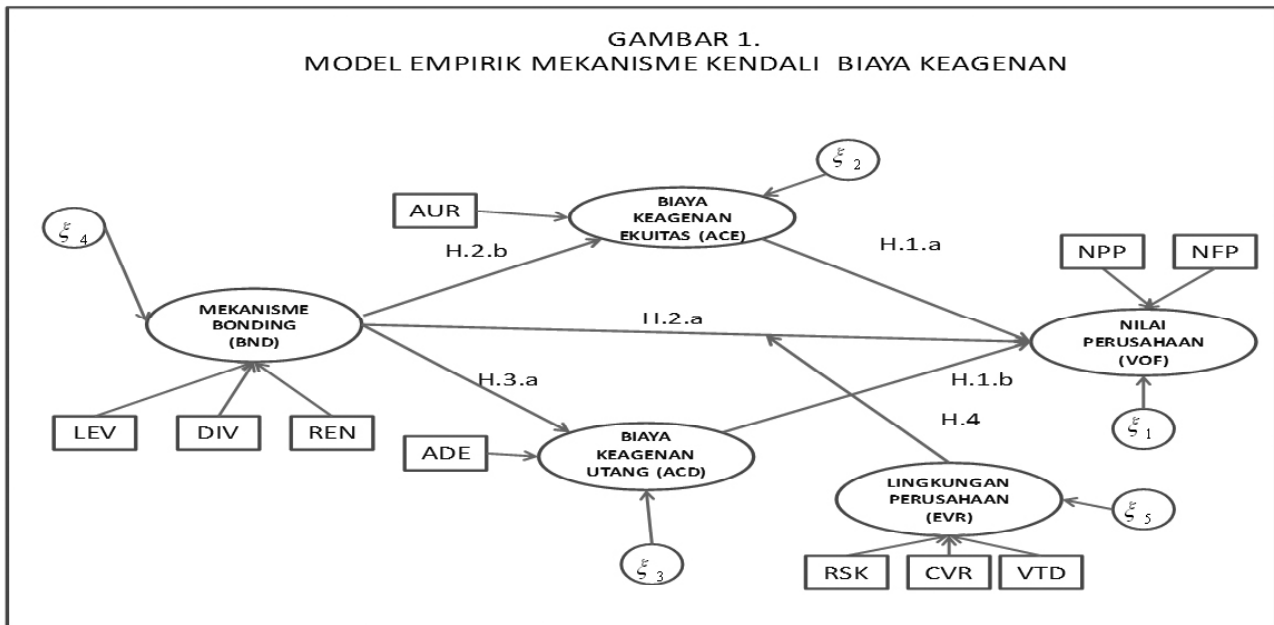
$$ACE_i = \beta_{1,1}BND_i + \zeta_1 \dots \dots \dots (1)$$

$$ACD_i = \beta_{2,1}BND_i + \zeta_2 \dots \dots \dots (2)$$

$$VOF_i = \beta_{3,1}BND_i + \beta_{3,2}ACE_i + \beta_{3,3}ADE_i + \beta_{3,4}BND * EVR_i + \zeta_3 \dots \dots (3)$$

Berdasarkan pada model empiris tersebut dilakukan pengujian hipotesis penelitian dengan menggunakan data sebanyak 138 unit analisis atau 46 perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2008. Pengujian hipotesis menggunakan teknik analisis *Structural Equation Modeling* (SEM) dengan *Partial Least Square* (PLS) melalui *software Smart PLS Versi 2.0 M3*.

Evaluasi model menggunakan PLS melalui dua tahapan yaitu: Tahap pertama, *confirmatory factor analysis* adalah evaluasi model pengukuran atau *outer model*. Tehnik parametrik untuk menguji signifikansi parameter tidak diperlukan, karena penggunaan PLS untuk estimasi parameter tidak mengasumsikan adanya distribusi tertentu (Chin, 1998 dan Ghozali,



2008). Di samping itu, karena indikator formatif merupakan hubungan regresi dari indikator ke konstruk, maka konstruk dengan indikator formatif tidak dapat dianalisis dengan melihat *convergent validity* dan *composite reliability*. Cara menilainya adalah dengan melihat nilai koefisien regresi dan signifikansi dari koefisien regresi tersebut (Ghozali, 2008).

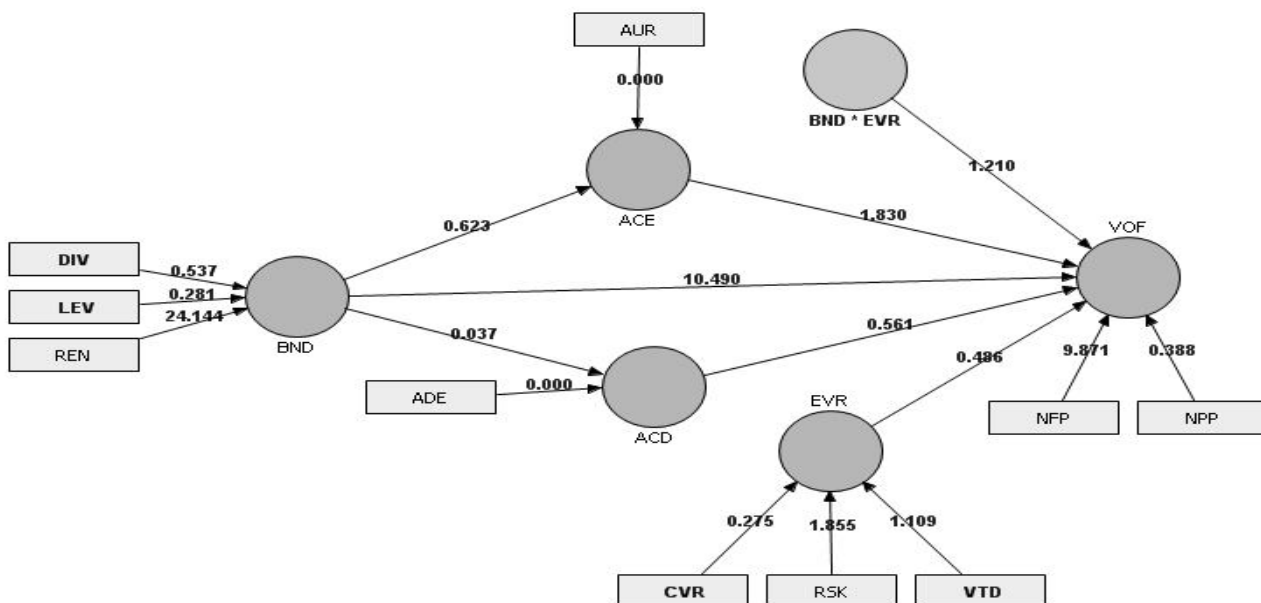
Tahap kedua adalah evaluasi model struktural atau *inner model*. Pada tahap evaluasi model struktural dengan menggunakan PLS dimulai dari uji *goodness-fit model*. Uji *goodness-fit model* menggunakan cara sebagai berikut (Ghozali, 2008 dan Henseler, *et al.*, 2009): (1) *R-square* untuk setiap konstruk endogen. (2) f^2 (*size effect*) pada tingkat struktural; (3) *Q-square* untuk menilai bahwa model mempunyai nilai *predictive relevance*. Kemudian estimasi koefisien jalur dengan cara melihat koefisien dan signifikansinya. Kriteria ini sekaligus untuk menguji hipotesis penelitian dan digunakan tingkat signifikansi sebesar 1%; 5% dan 10%.

Hasil pengolahan data melalui *running bootstrapping* tahap pertama dapat dilihat pada Gambar 2.

Berdasarkan Gambar 2 menunjukkan bahwa untuk konstruk mekanisme *bonding* (BND) hanya renumerasi (REN) yang valid sebagai indikator, sedangkan dividen (DIV) dan utang (LEV) tidak valid. Oleh karena itu kedua indikator tersebut dikeluarkan dari model. Volatilitas tingkat pengembalian saham (CVR), risiko bisnis (RSK); dan sentimen investor (VTD) merupakan indikator lingkungan perusahaan (EVR), namun hanya RSK yang valid sebagai indikator EVR. Nilai perusahaan (VOF) diukur dengan dua indikator yaitu nilai pasar wajar (NFP) dan nilai Tobin's q (NPP). NFP yang valid sebagai indikator VOF.

Hasil pengujian model berdasarkan *R-square*; (*size effect*) dan *Q-square* untuk setiap konstruk endogen tersajikan pada Tabel 1.

Berdasarkan pada Tabel 1, model dalam kategori antara moderat dan baik, dan mempunyai *predictive relevance*. Mekanisme *bonding* memiliki pengaruh besar pada tingkat struktural. Dengan demikian model dapat digunakan untuk menguji hipotesis penelitian. *Path coefficients* dan *t-value* dapat dilihat pada Tabel 2.



Gambar 2. Model Mekanisme Kendali Biaya Keagenan untuk *Outer Weight* Langkah Pertama

Sumber: Output PLS Algorithm

Mekanisme *Bonding* dan Nilai Perusahaan

M. Budi Widiyo Iryanto dan Sugeng Wahyudi

Berdasarkan pada Tabel 2, hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa hipotesis 2.a yang menyatakan mekanisme *bonding* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan terbukti. Demikian pula hipotesis 4 yang menyatakan bahwa lingkungan perusahaan memoderasi pengaruh mekanisme *bonding* terhadap nilai perusahaan terbukti. Melalui *path analysis* ditemukan bahwa hipotesis 2.c yang menyatakan biaya keagenan ekuitas memediasi hubungan antara mekanisme *bonding* dengan nilai perusahaan terbukti. Hipotesis lainnya tidak terbukti.

PEMBAHASAN

Pengujian hipotesis 2.a. dan hipotesis 2.c memberikan bukti bahwa pengembangan mekanisme kendali intern melalui mekanisme mekanisme *bonding* dapat mengurangi masalah-masalah keagenan. Dengan demikian penelitian ini memberi

dukungan pada teori keagenan Jensen & Meckling (1976), Al-Malkawi, (2007) Choi, *et al.* (2007) dan Belkhir (2005).

Penelitian ini telah membuktikan melalui pengujian hipotesis 4 bahwa lingkungan perusahaan memoderasi hubungan antara mekanisme *bonding* dengan nilai perusahaan. Berdasarkan pada temuan tersebut, maka penelitian ini mendukung teori kontingensi (Hickson, *et al.*,1969).

Penelitian menemukan bukti bahwa renumerasi valid sebagai mekanisme *bonding*. Penelitian ini menemukan bukti bahwa mekanisme *bonding* signifikan mempengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan temuan tersebut, maka penelitian ini mendukung *signaling theory*. Penggunaan media signal melalui renumerasi telah terbukti mengurangi informasi asimetrik. Temuan ini juga memberi konsekuensi dukungan terhadap *optimal contracting theory*.

Tabel 1. Nilai *f-Square* Masing-Masing Variabel Konstruk

Independent Variable	Dependend Variable: Nilai Perusahaan (VOF)	Dependend Variable: Biaya Keagenan Ekuitas (ACE)	Dependend Variable: Biaya Keagenan Utang (ACD)
	<i>f-Square</i> MODEL 1	<i>f-Square</i> MODEL 1	<i>f-Square</i> MODEL 1
ACD	0,004368		
ACE	0,019528		
BND	0,851448		
Sample size	138	138	138
<i>R-Square</i>	0,472305	0,005756	0,000026
<i>Q-Square</i>	0,447338	-0,006621	-0,011197

Tabel 2. Path Coefficients (Mean, STDEV, T-Values)

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics (O/STERR)
ACD -> VOF	-0,43076	-0,031074	0,08425	0,511286
ACE -> VOF	-0,105919	-0,09891	0,065104	1,626921
BND -> ACD	0,005114	0,005645	0,080181	0,063786
BND -> ACE	-0,075869	-0,088335	0,099296	0,76407
BND -> VOF	0,642417	0,641186	0,053542	11.998365*)
BND * EVR -> VOF	-0,194913	-0,196628	0,076836	2.536721**)
EVR -> VOF	-0,059068	-0,058342	0,074346	0,794493

Keterangan:

*) signifikan pada $\alpha = 1\%$

***) signifikan pada $\alpha = 5\%$

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengembangkan pendekatan empiris sebagai upaya menyelesaikan kontroversi konseptual tentang pengaruh mekanisme *bonding* terhadap nilai perusahaan. Hasil uji validitas indikator disimpulkan bahwa nilai wajar perusahaan valid sebagai indikator nilai perusahaan, renumerasi valid sebagai indikator mekanisme *bonding*, risiko bisnis valid sebagai indikator lingkungan perusahaan.

Mekanisme *bonding* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dan pengaruh mekanisme *bonding* terhadap nilai perusahaan semakin kuat ketika dimediasi oleh biaya keagenan ekuitas. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer melalui peningkatan renumerasi. Pemberian renumerasi yang semakin besar, telah mendorong dewan komisaris lebih termotivasi untuk melaksanakan fungsi kontrolnya. Peningkatan renumerasi membuat perusahaan lebih transparan, informasi asimetrik tereliminasi, dan berkurangnya *moral hazard* manajer.

Konflik keagenan antara pemegang saham melalui manajer dengan kreditur tidak sepenuhnya bisa dieliminir melalui mekanisme *bonding*. Biaya keagenan utang tidak signifikan memperkuat pengaruh mekanisme *bonding* terhadap nilai perusahaan. Ketika perusahaan meningkatkan pembayaran renumerasi, kreditur merespon dengan meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Peningkatan renumerasi mendorong peningkatan biaya keagenan utang.

Lingkungan perusahaan berperan memoderasi hubungan antara mekanisme *bonding* dengan nilai perusahaan. Ketika perusahaan dalam kondisi lingkungan dengan risiko bisnis rendah, mekanisme *bonding* semakin signifikan meningkatkan nilai perusahaan, Sebaliknya efek positif mekanisme *bonding* terhadap nilai perusahaan semakin menurun ketika lingkungan perusahaan berisiko tinggi.

Perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam mengatasi konflik keagenan untuk meningkatkan nilai perusahaan ditenggarai mengarah pada validitas *optimal contracting theory*. Di samping itu terdapat sinergi antara teori keagenan dengan teori kontingensi dalam mengembangkan mekanisme kendali biaya keagenan.

Saran

Manajer perusahaan publik dapat mengembangkan mekanisme kendali masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer melalui peningkatan renumerasi bagi dewan komisaris dan manajer. Peningkatan renumerasi bagi dewan komisaris dan manajer, mendorong mereka untuk bekerja lebih bersungguh-sungguh dan menekan *moral hazard manajer*, sehingga menurunkan biaya keagenan ekuitas. Namun pemberian renumerasi melebihi tingkat optimal yang seharusnya dapat menimbulkan masalah keagenan antara pemegang saham melalui manajer dengan kreditor. Peningkatan renumerasi mendorong naiknya biaya keagenan utang. Oleh karena itu manajer dalam mengambil kebijakan renumerasi harus mempertimbangkan *trade-off* berkurangnya biaya keagenan ekuitas dengan meningkatnya biaya keagenan utang. Pengembangan mekanisme kendali masalah keagenan perlu mempertimbangkan faktor adaptasi lingkungan perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan sebagian besar untuk setiap variabel konstruk hanya memiliki satu indikator yang valid. Penghilangan satu atau beberapa indikator dapat mengurangi makna variabel konstruk (Ghozali, 2008). Ini merupakan kelemahan penelitian ini. Oleh karena itu penelitian mendatang perlu digali penggunaan indikator-indikator lainnya. Kelemahan lain dalam studi ini adalah jumlah sampel. Penelitian ini menggunakan panel data berupa *cross-sectional* dan *time series*. Kelemahan penelitian ini pada data *time series* yang hanya menggunakan *series* selama tiga tahun. Karena data renumerasi mulai tersedia tahun 2005 namun tidak lengkap. Mulai tahun 2006 data terdokumentasi dengan baik oleh IDX. Oleh karena itu agenda penelitian mendatang menambah sampel (unit analisis).

Mekanisme *Bonding* dan Nilai Perusahaan

M. Budi Widiyo Iryanto dan Sugeng Wahyudi

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. & Knoeber, C. R. 1996. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.3, No.3, pp.143-161.
- Agrawal, A. & Mandelker, G. N. 1987. Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decisions. *The Journal of Finance*, Vol XLII, No.4, pp.823-837.
- Al-Khouri, R., Magableh, A., & Aldamen, H. M. 2004. Foreign Ownership and Firm Valuation: An Empirical Investigation. *Finance India*, Vol.18, No.2, pp.779-799.
- Al-Malkawi, H.-A. N. 2007. Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic & Administration Sciences*, Vol.23, No.2, pp.44-70.
- Alshimmiri, T. 2004. Board Composition, Executive Remuneration and Corporate Performance the Case of Reits. *Corporate Ownership & Control*, Vol.2, No.1, pp.104-118.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. 2003. Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, Vol.68, pp.263-385.
- Ang, J. S., & Cox, D. R. 1997. Controlling the Agency Cost of Insider Trading. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, pp.15-26.
- Arkelov, G. A. 1970. The Market for Lemon Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, Vol.3, 488-500.
- Ashbaugh, H., Collins, D. W., & LaFond, R. 2004. *Corporate Governance and The Cost of Equity Capital*. Retrieved May 21, 2008, from Stern.nyu.edu: http://w4.stern.nyu.edu/accounting/docs/speaker_papers/fall2004/Hollis_Ashbaugh_10-20-04-nyu-emory.pdf.
- Bae, S., Klein, D. P., & Padmaraj, R. 1994. Event Risk Bond Covenants, Agency Costs of Debt and Equity and Stockholders Wealth. *Financial Management*, Vol.23, No.4, pp.28-41.
- Baliga, B. R., Moyer, R. C., & Rao, R. S. 1996. CEO Duality Firm Performance: What's The Fuss?. *Strategic Management Journal*, Vol.17, pp.41-53.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. 2002. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *University of Chicago Law Review*, Vol.69, No.3, pp.751-846.
- Belden, S., Fister, T., & Knapp, B. 2005. Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Cost?. *Business and Society Review*, Vol.102, No.2, pp.171-180.
- Belkhir, M. 2005. *Board Structure, Ownership Structure, and Firm Performance: Evidence from Banking*. Retrieved June 20, 2008, from http://www.univ-orleans.fr/dcg/GDRecomofi/Activ/belkhir_strasbg05.pdf
- Berle, A. & Means, G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, NY.
- Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R., Harman, Y., & Kehr, J. B. 2005. Dividend Corporate Monitor and Agency Cost. *The Financial Review*, Vol.40, pp.37-65.
- Chin, W. W. 1998. The Partial Least Square Approach for Structural Equation Modeling. In G. A. Marcoulides (Ed), *Modern Methods for Business Research*. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, pp.295-358.
- Choi, J. J. & Yoo, S. S. 2006. *Foreign Ownership and Corporate Performance*. Retrieved Mei 28, 2008, from fma.org: http://www.fma.org/SLC/Papers/foreigninvestment_firmperformance_fma_2006.pdf
- Choi, J. J., Park, S. W., & Yoo, S. S. 2007. The Value of Outside Directors: Evidence From Corporate Governance Reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.42, No.2, pp.941-962.
- Christina, Y. M. 2005. An Empirical Study on The Relationship Between Ownership and Performance in A Family-based Corporate Environment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol.20, No.2, pp.121-146.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. 2005. FCF Agency Costs, Earning Management, and Investor Monitoring. *Corporate Ownership & Control*, Vol.2, No.4, pp.51-61.
- Conlon, E. J. & Parks, J. M. 1990. The Effect of Monitoring and Tradition on Compensation Agreements: An Experiment on Principal/Agent Dyads. *Academy of Management Journal*, Vol.33, No.3, pp.603-622.
- Conyon, M., Gregg, P., & Machin, S. 1995. Taking Care of Business: Executive Compensation in The U.K. *Economic Journal*, Vol.105, pp.704-714.
- Crutchley, C. E. & Hansen, R. S. 1989. A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management*, Vol.18, No.4, pp.36-46.

- Del Brio, E. B., Maria, E. R., dan Perote, J. 2006. Corporate Governance Mechanisms and Their Impact on Firm Value. *Corporate Ownership & Control*, Vol.4, No.1, pp.25-36.
- Demsetz, H. & Lehn, K. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, Vol.93, pp.1155-1177.
- Depken II, C. A., Nguyen, G. X., & Sarkar, S. K. 2008. *Agency Cost, Executive Compensation, Bonding and Monitoring: A Stochastic Frontier Approach*. Retrieved September 18, 2008, from Beckcollege.uncc.edu: <http://www.belkcollege.uncc.edu/cdepken/P/agencycosts.pdf>
- Desai, A., Kroll, M., dan Wright, P. 2003. CEO Duality, Board Monitoring and Acquisition Performance: A Test of Competing R theories. *Journal of Business Strategies*, Vol.20, No.2, pp.137-155.
- Dogan, E., & Smyth, R. 2002. Board Remuneration, Company Performance, and Ownership Concentration: Evidence From Publicly Listed Malaysian Companies. *ASEAN Economics Bulletin*, Vol19, No 9, pp.319-347.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, Vol.74, pp.650-659.
- Ees, H. V., Postma, T. J., & Sterken, E. 2003. Board Characteristics And Corporate Performance in The Netherlands. *Eastern Economic Journal*, Vol.29, No.1, pp.41-58.
- Eisenhardt, K. M. 1985. Control: Organizational and Economic Approaches. *Management Science*, Vol.31, No.2, pp.134-149.
- Elizabeth, L. 2002. Peran Pemimpin dalam Maksimasi Sumber Daya Manusia dan Strategi Bersaing untuk Membentuk Organisasi Kelas Dunia. *Usahawan*, No. 11 TH XXXI, pp.11-15.
- Elsayed, K. 2007. Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance?. *Corporate Governance*, Vol.15, No.6, pp.1203-1214.
- Ertugrul, M., dan Hegde, S. 2006. *Board Costs of Debt Compensation Practice and Agency*. Retrieved Juni 25, 2008, from fma.org: <http://www.fma.org/Barcelona/Papers/MEB-Comp-JBFNov06.pdf>
- Ghosh, S. 2006. Do Board Characteristics Affects Corporate Performance? Firm-Level Evidence For India. *Applied Economics Letters*, Vol.13, pp.435-443.
- Gomez-Mejia, L. R., Tosi, H., & Hinkin, T. 1987. Managerial Control, Performance, and Executive Compensation. *Academy of Management Journal*, Vol.30, No.1, pp.51-70.
- Gregg, P., Machin, S., dan Szymanski, S. 1993. The Disappearing Relationship between Director's Pay and Corporate Performance. *British Journal of Industrial Relations*, Vol.31, No.1, pp.1-9.
- Harris, M. & Raviv, A. 1988. Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.55–86.
- Hart, O. 1995. Corporate Governance: Some Theory and Implication. *The Economic Journal*, Vol 105, pp.678-689.
- Henry, D. 2008. *Agency Cost, Corporate Governance and Ownership Structure: Evidence from Australia*. Retrieved Juni 17, 2008, from Departemen of Economics and Finance School of Business La Trobe University: http://www.fma.org/Orlando/Papers/Agency_costs_governance_ownership.pdf
- Henseler, J., Ringle, C. M., & Sinkovics, R. R. 2009. The Use of Partial Keast Squares Path Modeling in International Marketing. *Advance in International Marketing*, Vol.20, pp.277-319.
- Hickson, D., Pugh, D., & Pheysey, D. 1969. Operations Technology and Organization Structure: An Empirical Reappraisal. *Administrative Science Quarterly*, Vol.14, No.3, pp.378-397.
- Hijazi, B. 2006. Bank Loans as A Financial Discipline: A Direct Agency Cost of Equity Perspective. *Ph.D Dissertation Department of Philoshopy of The University of North Texas (tidak dipublikasikan)*.
- Howe, K. M., Vogt, S., & He, J. 2003. The Effect of Managerial Ownership on The Short and Long-run Response to Cash Distributions. *The Financial Review*, Vol.38, pp.179-196.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review*, Vol.76, No.2, pp.323-330.
- Jensen, M. C. 1983. Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*, Vol.58, No.2, pp.319-339.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of The Firm: Managerial Bahavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economic*, Vol.3, No.4, pp.305-360.

Mekanisme Bonding dan Nilai Perusahaan

M. Budi Widiyo Iryanto dan Sugeng Wahyudi

- Jensen, M. C. & Murphy, K. J. 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, Vol.27, No.2, pp.225-264.
- John, T. A. & John, K. 1993. Top-management Compensation and Capital Structure. *Journal of Finance*, Vol.48, No.3, pp.949-974.
- Kato, L. & Long, C. 2006. Executive Compensation, Firm Performance and Corporate Governance in China: Evidence from Firms Listed in The Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges. *Economic Development and Culture Change*, pp.945-983.
- Kubo, K. 2005. Executive Compensation Policy and Company Performance in Japan. *Corporate Governance*, Vol.13, No.3, pp.429-436.
- Kusuma, H. & Susanto, E. 2004. Efektivitas Mekanisme Bonding: Kasus Perusahaan-Perusahaan yang Dikontrol Komisaris Independen. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol.8, No.1, pp.23-41.
- Leland, H. & D. Pyle. 1977. Information Asymmetries, Financial Intermediation. *Journal of Finance*, Vol.32, pp.371-388.
- Li, H. & Cui, L. 2003. Empirical Studi of Capital Structure on Agency Cost in Chinese Listed Firms. *Nature and Science*, Vol.1, No.1, pp.12-20.
- Lin, Y. F. 2005. Corporate Governance, Leadership Structure and CEO Compensation: Evidence From Taiwan. *Corporate Governance: An International Review is The Property of Blackwell Publishing Limited*, Vol.13, No.6, pp.824-836.
- Mao, C. X. 2003. Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Rvidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, No.2, pp.399-423.
- Mine, E. & Hegde, S. 2006. *Board Compensation Practics and Agency Costs of Debt*. Retrieved Juni 25, 2008, from fma.org: //www.fma.org/Barcelona/Papers/MEB-Comp-JBFNov06.pdf
- Murphy, K. 1999. *Executive Compensation*. Retrieved Agustus 10, 2008, from rcf.usc.edu: <http://www-rcf.usc.edu/~kjmurphy/ceopay.pdf>
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp.187-221.
- Padilla, A. 2008. *Property Economics of Agency Problem*. Retrieved Nopember 1, 2008, from mises.org: <http://mises.org/journals/scholar/Padilla3.pdf>
- Park, K. 2002. Foreign Ownership and Firm Value in Japan. *Working Paper Institute of Economic Research Hitotsubashi University Tokyo Jepang*, 1-44.
- Pawlina, G, & Renneboog, L. 2005. Is Investment Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK. *European Financial Management*, Vol.11, No.4, pp.483-513.
- Rozeff, M. S. 1982. Dividend and Agency Costs. *Journal of Financial Research*, Vol.5, pp.249-259.
- Schiehll, E. 2006. Ownership Structure, Large Inside/Outside Shareholders, and Firm Performance: Evidence From Canada. *Corporate Ownership and Control*, Vol.3, No.3, pp.96-112.
- Selarka, E. 2005. Ownership Structure, Large inside/outside Shareholders, and Firm Performamnce: Evidence From Canada. *Emerging Markets Fianance and Trade*, Vol.41, No.6, pp.83-108.
- Singhvi, V. 2001. Investor Sentiment: Its Measurement and Dimensions. *Ph.D Dissertation Department of Philoshopy of New York University (tidak dipublikasikan)*.
- Spence, A. M. 1973. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.87, No.3, pp.355-374.
- Stulz, R. 1988. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.25-54.
- Sujoko, dan Subiantoro, U. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kepemimpinan*, Vol.9, No.1, pp.41-48.
- Tosi, H. L., Katz, J. P., & Gomez-Meija, L. R. 1997. Disaggregating The Agency Contract: The Effects of Monitoring, Incentive Aligment and in Office on Managerial Decision Making" *Academy of Management Journal*, Vol.40, No.3, pp.584-602.
- Untung, W. & Pawestri, H. 2006. *Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan sebagai variabel intervening*. Retrieved April 27, 2008, from info.stieperbanas.co.id: <http://info.stieperbanas.ac.id/makalah/K-AKPM17.pdf?PHPSESSID=cdb971b94ed103ea079563aa9af92b06>

- Wang, Z. J., & Deng, X. L. 2006. Corporate Governance and Financial Distress Evidence From Chinese Listed Company. *The Chinese Economy*, Vol.39, No.5, pp.5-27.
- Wortzel, H. V. & Wortzel, L. H. 1998. *Strategic Management in The Global Economy*, Ed 3. New York: John Willey & Sons Inc.
- Yermack, D. 1995. Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?. *Journal of Financial Economics*, No.2-3, pp.185-269.
- Zhou, X. 1999. Executive Compensation and Managerial Incentive: A Comparison between Canada and Unites States. *Journal of Corporate Finance*, Vol5, 277-301.