

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN  
TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN  
( Studi Pada Perusahaan Textile/Garments di Bursa Efek Jakarta )**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat  
Memperoleh derajat S-2 Magister Sains Akuntansi**



**Diajukan oleh :**

**Nama : Wahyuning Kurniati**

**NIM : C4C003117**

**PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS AKUNTANSI  
PROGRAM PASCASARJANA UNIVERSITAS DIPONEGORO  
2007**



## Sertifikat

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya Wahyuning Kurniati menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggung jawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Wahyuning Kurniati

2007

**Tesis berjudul**

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN  
TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN  
( Studi Pada Perusahaan Textile/Garments di Bursa Efek Jakarta )**

Yang dipersiapkan dan disusun oleh  
**Wahyuning Kurniati**

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 13 Agustus 2007  
Dan telah dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing

Pembimbing Utama / ketua

Pembimbing / Anggota

Drs. Anis Chariri, Mcom, Akt

Dra. Zulaikha, MSi, Akt

Tim Penguji

Dr. Abdul Rohman, MSi, Akt

Drs. Agus Purwanto, MSi, Akt

Drs. Didik Ardiyanto, MSi, Akt

Semarang, ..... September 2007  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Sains Akuntansi  
Ketua Program

**Dr. H Mohamad Nasir, MSi, Akt**  
**NIP. 131 875 458**

## **KATA PENGANTAR**

Bismillahirrohmannirrohim,

Dengan memanjatkan Puji Syukur Kehadirat Allah SWT, karena berkat Rahmat, Taufiq dan HidayahNya, tesis ini dapat diselesaikan dengan baik. Tesis ini disusun untuk memenuhi sebagian syarat guna memperoleh derajat S2 pada Program Pasca Sarjana Program Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro. Judul Penelitian yang diajukan adalah “ Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Textile/Garments di Bursa Efek Jakarta).

Berdasarkan dengan hal tersebut, penulis telah banyak mendapatkan bantuan baik secara moril maupun materiil dari berbagai pihak. Oleh karena itu pada kesempatan ini, penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah banyak membantu, khususnya kepada :

1. Dr. H Mohamad Nasir, MSi, Akt selaku Ketua Program Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
2. Dr. Anis Chariri, M Com, Akt selaku dosen pembimbing I atas segala waktu yang disediakan, perhatian, motivasi dan bimbingannya serta arahan yang cukup bermanfaat selama penyusunan tesis ini.
3. Dra. Zulaikha, MSi, Akt selaku dosen pembimbing II atas segala waktu yang disediakan, perhatian, motivasi dan bimbingannya serta arahan yang cukup bermanfaat selama penyusunan tesis ini.

4. Para Staf Pengajar Program Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang yang melalui kegiatan belajar mengajar telah memberikan suatu dasar pemikiran analitis dan pengalaman yang baik.
5. Para Staf Administrasi dan Staf Akademik Program Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
6. Teman-teman istimewa Maksi UNDIP terimakasih atas persahabatan dan kerjasama selama menjadi mahasiswa Program Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
7. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna oleh karena itu segala saran, kritik dan masukan akan diterima dengan senang hati. Akhir kata penulis berharap tesis ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang berkepentingan.

Semarang, September 2007

Wahyuning Kurniati

## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

### *MOTTO*

*Ilmu pengetahuan sangat luas, maka beruntung bagi orang mendapat ilmu pengetahuan lalu dapat membawa mendekatkan dirinya kepada Tuhan dan mengganti pandangan keduniawian sebagai sarana mendapatkan kebahagiaan akhirat.*

*Orang menjadi arif, telah mempunyai pandangan bahwa semua makhluk Allah yang taat dan bergelimang dosa wajar mendapatkan Rahmat-Nya, sehingga ia tidak pernah marah, tidak mengintip-intip keselamatan orang lain, tidak tersinggung walaupun melihat mungkar sekalipun, adanya begitu lapang sehingga tidak ada tempat lagi bagi kesalahan orang dan sedang ingatannya hanya tertuju kepada yang Maha Suci lagi Maha Agung itu.*

**IBNU SINA**

### PERSEMBAHAN

**Karya ini Penulis Persembahkan :**

- 1. Suami dan anakku (Ailsa) , Bapak – Ibu, , Mbak Titik dan Mbak Anik, dengan cinta dan untaian doa sepanjang waktunya.*
- 2. Bapak, Ibu Dosen yang terhormat*
- 3. Teman-temanku semua yang tercinta*
- 4. Para pembaca dimana benar-benar mengambil manfaat dari karya ini.*

## **ABSTRACT**

According to agency theory, the separation of ownerships and control in modern corporation creates two parties, the managers as the agents and the owners as the principals. Furthermore, agency theory suggest several ways for reducing this conflict, by increasing the insider ownership, debt and dividend policy.

The purpose of this study is to investigate the influences managerial ownership and institutional ownership to corporate policy i.e debt policy, to minimize the agency conflict, with variable control: structure asset, dividend and profitability. This study is focused on Textile/garments manufacturing company listed in Bursa Efek Jakarta for period 2001 – 2006. The method of data collection used pooling method and found 46 firm year observation. The statistical method used in this study is multiple regression.

The results have meet R (0.781), R square (0.610), F test (12.210) probability (0.000). Therefore this model have been conclude reasonable to be used. The results of this study shows that managerial ownership have the negative and significant effect to debt policy. Institutional ownership have the negative and significant effect to debt policy. Structure asset have the negative and significant effect to debt policy, dividend have the positive and significant effect to debt policy, and profitability have the negative but un-significant effect to debt policy. Above results of study reflect that managerial ownership and institutional ownership may replace in order to minimize the agency conflict.

Key words: Ownership structure, cost of agency, debt policy, and dividend policy

## RINGKASAN

Teori *agency* menjelaskan bahwa dalam perusahaan modern perlu adanya pemisahan kepemilikan perusahaan dan kontrol perusahaan, yaitu manajemen sebagai *agent* and pemilik saham sebagai *principal*. Agency theory menjelaskan ada tiga cara yang dapat digunakan sebagai alat untuk menurunkan konflik keagenan, yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen, meningkatkan hutang dan kebijakan deviden.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusi terhadap kebijakan hutang perusahaan untuk menurunkan *agency conflict*, dengan menggunakan variabel kontrol struktur asset, deviden, dan profitabilitas. Sampel yang digunakan adalah 46 perusahaan textile / garments yang listing di Bursa Efek Jakarta periode 2001 – 2006. Teknik pengumpulan data menggunakan *pooling data*. Teknik analisis data yang digunakan adalah dengan regresi linier berganda.

Berdasarkan hasil analisis diketahui nilai R (0.781), R square (0.610), F test (12.210) probability (0.000). Hal ini menunjukkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian dapat digunakan untuk menjelaskan penelitian yang dilakukan. Disamping itu hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan saham oleh institusi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, Struktur asset berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, deviden berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dan profitabilitas berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen dan oleh institusi dapat untuk menurunkan konflik keagenan yang terjadi.



## DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL .....	i
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN TESIS .....	iii
ABSTRACT .....	iv
RINGKASAN .....	v
KATA PENGANTAR .....	vi
MOTTO DAN PERSEMBAHAN .....	viii
DAFTAR ISI .....	ix
DAFTAR TABEL .....	xii
DAFTAR LAMPIRAN .....	xiii
<b>Bab I PENDAHULUAN</b> .....	<b>1</b>
1.1. Latar Belakang Permasalahan .....	1
1.2. Perumusan Masalah .....	7
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian .....	8
<b>Bab II TINJUAN PUSTAKA</b> .....	<b>9</b>
2.1. Telaah Teoritis .....	9
2.1.1 Agency Theory.....	9
2.1.2 Kebijakan Hutang .....	12
2.1.3 Struktur Kepemilikan .....	14
2.1.4 Beberapa Variabel Yang Digunakan Sebagai Variabel Kontrol .....	14
2.2. Review Penelitian Terdahulu .....	17
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis, Perumusan Masalah dan Hipotesis .....	23
2.3.1 Pengaruh Kepemilikan Saham Oleh Manajemen Terhadap Kebijakan Hutang .....	23

2.3.2	Pengaruh Kepemilikan Saham Oleh Institusi Terhadap Kebijakan Hutang .....	24
2.3.3	Variabel-variabel Kontrol .....	25
2.4.	Pemikiran Teoritis .....	29
<b>Bab III METODE PENELITIAN .....</b>		<b>30</b>
3.1.	Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel .....	30
3.2.	Jenis dan Sumber Data .... ..	31
3.3.	Prosedur Pengumpulan Data .....	31
3.4.	Identifikasi Variabel dan Definisi Operasional .....	32
3.4.1	Identifikasi Variabel .....	32
3.4.2	Pengukuran Variabel .....	32
3.5.	Teknik Analisis .....	37
3.5.1	Uji Hipotesis .....	37
3.5.2	Uji Asumsi Klasik .....	38
<b>Bab IV HASIL DAN PEMBAHASAN .....</b>		<b>40</b>
4.1.	Gambaran Umum Sampel .....	40
4.2.	Gambaran Umum Variabel .....	42
4.2.1	Kebijakan Hutang .....	42
4.2.2	Kepemilikan Saham Oleh Manajemen .....	42
4.2.3	Kepemilikan Saham Oleh Institusi .....	43
4.2.4	Deviden .....	44
4.2.5	Struktur Aset .....	44
4.2.6	Profitabilitas .....	45
4.3.	Pengujian Asumsi Klasik .....	45
4.3.1	Uji Multikolinieritas .....	46
4.3.2	Uji Autokorelasi .....	47
4.3.3	Uji Heteroskedastisitas .....	47
4.3.4	Uji Normalitas .....	48
4.4.	Pengujian Hipotesis .....	49

4.4.1	Persamaan Kebijakan Hutang .....	50
4.4.2	Kepemilikan Saham Oleh Manajemen .....	51
4.4.3	Kepemilikan Saham Oleh Institusi .....	51
4.4.4	Variabel – Variabel Kontrol .....	52
4.5.	Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis .....	54
<b>Bab V</b>	<b>KESIMPULAN DAN SARAN</b> .....	<b>57</b>
5.1	Kesimpulan.....	57
5.2	Keterbatasan Dan Saran .....	58
	<b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....	<b>60</b>

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1. Review Penelitian Terdahulu .....	21
Tabel 4.1. Sampel Yang Digunakan Dalam Penelitian .....	41
Tabel 4.2. Hasil Statistik Deskriptif .....	42
Tabel 4.3. Hasil Uji Multikolinieritas Menggunakan Nilai VIF .....	46
Tabel 4.4. Hasil Uji Autokorelasi Menggunakan Uji Durbin-Watson .....	47
Tabel 4.5. Hasil Uji Heteroskedastisitas Menggunakan Uji Glejser .....	48
Tabel 4.6. Hasil Uji Normalitas Menggunakan Uji Skewness dan Kurtosis .....	49
Tabel 4.7. Hasil Pengujian Untuk Persamaan Kebijakan Hutang .....	50

## DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1. Daftar Sampel Penelitian Tahun 2001 – 2006 dan Variabel Yang digunakan .....	63
Lampiran 2. Descriptive Statistics .....	65
Lampiran 3. Regresi Linier Berganda, Uji Asumsi Klasik (Uji Autokorelasi Dan Uji Multikolinieritas .....	66
Lampiran 4. Uji Asumsi Klasik (Heteroskedastisitas) .....	71
Lampiran 5. Uji Asumsi Klasik (Normalitas) .....	75

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Permasalahan

Tujuan dari setiap pengelolaan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemiliknya (Brigham, 1996). Perkembangan perusahaan menuju pada tingkatan yang lebih besar mendorong perusahaan untuk menggunakan suatu strategi pengelolaan perusahaan yang baru, dimana para pemilik perusahaan harus berani mengambil keputusan untuk menyerahkan manajemen pengelolaan perusahaannya kepada pihak lain yang lebih profesional. Pihak yang dianggap profesional atau *insiders* ini dalam perusahaan sering disebut sebagai *agent* atau manajemen. Manajemen diharapkan mampu mengambil tindakan - tindakan yang tepat agar perusahaan tetap *survive* dengan laba tinggi sehingga kemakmuran pemilik menjadi maksimal.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), pemberian kepercayaan oleh pemilik perusahaan kepada manajer dianggap sebagai bentuk pemisahan fungsi *decision making*. Bentuk pemisahan fungsi ini akan menimbulkan adanya konflik - konflik antara pemilik perusahaan sebagai *prinsipal* dan manajer selaku *agent*. Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan merupakan pihak yang menyediakan dana dan fasilitas operasional perusahaan. Sedangkan manajer merupakan pihak yang mengelola dana dan fasilitas yang disediakan oleh *prinsipal* dengan kemampuan profesionalnya. Dengan adanya perbedaan posisi, jelas akan menghadirkan bentuk

kepentingan-kepentingan yang bertolak belakang diantara kedua belah pihak. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa pemegang saham mempunyai kepentingan untuk mengamankan dana yang diinvestasikan serta mendapatkan keuntungan dari dana yang diinvestasikan tersebut, sedangkan manajer sebagai pihak *agent* berkepentingan terhadap gaji dan bentuk-bentuk kompensasi yang lain sebagai imbalan terhadap pengelolaan perusahaan yang telah dilakukannya. Menurut Adam Smith dalam Jensen dan Meckling (1976) pada kenyataannya, manajer akan lebih mengutamakan kepentingan untuk mencapai tingkatan gaji dan kompensasi yang tinggi dibanding berusaha untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan. Salah satu tindakan manajer adalah dengan membebankan biaya-biaya untuk kepentingan manajer di luar usaha untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik terhadap perusahaan sehingga akan membawa dampak penurunan dividen yang akan diperoleh perusahaan. Kondisi ini merupakan bentuk adanya *agency conflict*.

*Agency conflict* merupakan hal yang merugikan bagi pencapaian tujuan dari masing-masing pihak. Kondisi ini menuntut adanya suatu bentuk tindakan berupa suatu mekanisme yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan dari kedua pihak. Mekanisme ini akan menimbulkan adanya bentuk biaya baru yang disebut *agency cost*.

Dalam teori keagenan, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa terjadinya konflik keagenan disebabkan antara lain: pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh akan diinvestasikan. Cara mengatasi *agency problem*

dan mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) di dalam teori keagenan menurut Crutchley dan Hansen (1986) dapat dilakukan dengan beberapa mekanisme kontrol yaitu:

1. Meningkatkan tingkat kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen.

Dengan meningkatkan tingkat kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, akan menjadikan para manajer lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, karena ia akan ikut menanggung resiko dari keputusan tersebut. Dengan demikian, maka manajemen akan berusaha untuk menciptakan kinerja yang lebih baik, sehingga dapat menurunkan *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976).

2. Meningkatkan *dividend payout ratio*

Tingginya atau meningkatnya *dividend payout ratio* maka akan menyebabkan *free cash flow* yang tersedia dalam perusahaan semakin kecil (Crutchley dan Hansen, 1989). Kondisi ini akan memaksa pihak manajer sebagai pihak yang mengelola perusahaan untuk mencari dan menggunakan sumber pendanaan dari pihak luar perusahaan untuk membiayai operasional perusahaan. Penambahan dana dari pihak penyedia dana akan menyebabkan kinerja manajemen dimonitor oleh pihak penyedia dana.

3. Meningkatkan pendanaan perusahaan dengan hutang



Peningkatan pendanaan perusahaan dengan hutang dapat digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Menurut Jensen (1986), hutang mengakibatkan perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik.

#### 4. *Institutional investor* sebagai *monitoring agent*

Kepemilikan saham oleh institusi lain akan mendorong terjadinya peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer (Moh'd et all, 1998). Kepemilikan saham oleh institusi ini mewakili *source of power* yang dapat digunakan sebagai pendukung atau sebaliknya terhadap tindakan-tindakan manajemen.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) pada kenyataannya pendanaan dalam perusahaan dapat didanai dengan modal yang berasal dari modal milik eksternal atau institusi lain yang diinvestasikan ke perusahaan, modal dari pemilik internal perusahaan, serta berasal dari hutang perusahaan terhadap pihak lain, maka kombinasi ini dapat digunakan untuk meminimkan adanya *agency cost*. Alternatif tindakan untuk mereduksi *agency cost* yang terjadi akan lebih efektif jika didukung oleh kondisi yang tepat. Salah satu kondisi tersebut adalah struktur kepemilikan terhadap suatu perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa prosentase kepemilikan oleh institusi dan manajemen akan menentukan penggunaan hutang untuk membiayai operasional perusahaan. Grossman dan Hart (1982) menyatakan bahwa tingkat kepemilikan saham oleh manajemen dan hutang yang terlalu tinggi dapat berdampak buruk terhadap perusahaan. Tingkat kepemilikan

saham oleh manajemen yang tinggi menyebabkan manajemen mempunyai posisi yang kuat untuk melakukan pengawasan dan pengelolaan terhadap perusahaan. Kondisi ini akan mempersulit bagi pihak eksternal untuk melakukan pengawasan terhadap pengelolaan perusahaan karena berada pada pihak yang lemah.

Kim dan Sorenson (1986) menjelaskan bahwa pada perusahaan-perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh sebagian besar oleh manajemen, membutuhkan hutang yang lebih banyak karena *insider* dengan mudah mempertahankan kontrol efektifnya jika kepemilikan mereka tidak digantikan. Bathala et al (1994) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *debt ratio* dan kepemilikan saham oleh manajemen. Moh'd et al (1998) menemukan bahwa struktur kepemilikan saham mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*.

Dengan mencermati hasil-hasil dari penelitian terdahulu, dapat diketahui bahwa penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur secara keseluruhan. Hal ini menjadi dasar bahwa penelitian dengan tema ini masih perlu untuk dikaji kembali, terutama jika diterapkan pada perusahaan-perusahaan dengan bidang yang lebih spesifik. Menurut Jensen dan Meckling (1976), perusahaan diibaratkan seperti kotak kosong. Dalam menentukan kebijakannya, maka perusahaan akan dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal. Kebijakan dan perencanaan keuangan ini dipengaruhi oleh faktor eksternal dan faktor internal perusahaan. Faktor internal yang mempengaruhi manajemen perusahaan dalam menentukan kebijakan dan perencanaan keuangan tidak dapat digeneralisir, karena faktor internal bagi

masing-masing perusahaan itu berbeda-beda. Hal ini menyebabkan adanya kemungkinan keberagaman kebijakan dan perencanaan keuangan. Namun faktor eksternal yang mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam hal perencanaan keuangan bagi perusahaan-perusahaan yang sejenis hampir dapat dipastikan sama. Dengan asumsi ini, maka faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan-perusahaan dalam menentukan kebijakan keuangan bagi perusahaan yang tidak sejenis tentu saja berbeda.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Moh'd et all (1998) yang berjudul "*The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross Sectional Analysis*". Penelitian ini ingin menguji apakah tingkat kepemilikan saham oleh manajemen dan tingkat kepemilikan saham oleh institusi memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan dalam rangka mengurangi biaya keagenan. Sebagai objek penelitian difokuskan pada perusahaan textile/garment yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk tahun 2001 sampai dengan tahun 2006.

Dasar pertimbangan memfokuskan pada perusahaan textile/garment adalah diharapkan adanya keseragaman kebijakan dalam struktur kepemilikan, dan keragaman faktor yang mempengaruhi kebijakan keuangan perusahaan bisa diminimalkan sehingga diharapkan kesalahan dalam pengambilan keputusan juga dapat diperkecil. Disamping itu hal yang mendasari dipilihnya perusahaan textile/garment yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta karena dengan penelitian ini dimaksudkan untuk membuktikan apakah hasil penelitian akan tetap konsisten pada

hasil-hasil peneliti terdahulu yang menggunakan objek penelitian perusahaan manufaktur secara menyeluruh.

## **1.2 Perumusan Masalah**

Fokus utama dari penelitian ini adalah berkaitan dengan struktur kepemilikan modal perusahaan dan pengaruhnya terhadap kebijakan pendanaan yang diambil oleh perusahaan. Agrawal dan Mendelker (1987) menyatakan bahwa investor institusional mempunyai peranan yang penting untuk melakukan pengawasan terhadap perusahaan. Kebutuhan akan hutang, dan kepemilikan saham oleh manajemen untuk mengurangi masalah keagenan dapat digantikan oleh kepemilikan saham oleh institusi (Bathala et al, 1994). Struktur kepemilikan dan beberapa variabel *agency* lainnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang secara bersama-sama (Moh'd et al, 1998).

Berdasarkan uraian di atas, maka rumusan masalah yang akan dijadikan sebagai pusat perhatian pada penelitian ini adalah:

“Apakah kepemilikan saham oleh manajemen, kepemilikan saham oleh institusi, deviden, struktur asset, dan profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan”.

## **1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian**

1. Tujuan penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji dan mengetahui apakah struktur kepemilikan, deviden, struktur asset dan profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

2. Manfaat penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

- a. Sebagai salah satu penambah pengetahuan dalam bidang manajemen keuangan dan akuntansi mengenai struktur kepemilikan saham dan kebijakan hutang yang menggunakan *agency theory*.
- b. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu bahan pertimbangan bagi manajemen dalam mengelola perusahaan dengan tingkat *agency cost* yang rendah.
- c. Hasil penelitian ini juga diharapkan menjadi pertimbangan bagi para investor dalam membuat keputusan investasi, khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui perilaku manajemen dalam perusahaan tersebut.

## BAB II

### TINJUAN PUSTAKA

#### 2.1 Telaah Teoritis

##### 2.1.1 Agency Theory

*Agency Theory* mulai berkembang berawal dari adanya penelitian oleh Jensen dan Meckling (1976) yang mengacu pada pemenuhan tujuan utama dari manajemen keuangan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan disebut *principal*. Maksimalisasi kekayaan *principal* akan diserahkan kepada pihak-pihak yang dianggap profesional untuk mengelola perusahaan. Pihak profesional tersebut dalam perusahaan disebut sebagai manajemen, yang dalam teori keagenan disebut sebagai *agent*.

Untuk dapat mencapai tujuan yang diinginkan oleh *principal*, maka *agent* akan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh laba yang sebesar-besarnya dengan biaya yang kecil, karena manajemen tidak menyukai adanya resiko (*risk averse*). Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency conflict* akan terjadi jika proporsi kepemilikan manajemen atas saham perusahaan kurang dari 100%. Kondisi ini akan menimbulkan kecenderungan manajemen untuk bertindak mementingkan kepentingan sendiri dan tidak berdasarkan maksimalisasi kemakmuran *principal* lagi.

Konflik kepentingan, dapat mendasari orang bertindak untuk memenuhi kepentingannya terlebih dahulu sebelum memenuhi kebutuhan orang lain. Hal ini juga berlaku dalam manajemen perusahaan. Dalam *agency theory* menurut Weston

dan Copeland (1992;20) sangat sulit untuk mempercayai bahwa manajemen (*agent*) akan selalu bertindak berdasarkan kepentingan pemegang saham (*principal*), sehingga diperlukan *monitoring* dari pemegang saham.

Menurut Jensen (1986), *agency problem* timbul karena orang cenderung untuk mementingkan dirinya sendiri dan konflik akan timbul ketika beberapa kepentingan yang berbeda bertemu dalam aktivitas bersama. Konflik menciptakan masalah (*agency cost*) sehingga masing-masing pihak akan berusaha untuk mengurangi besarnya *agency cost* yang terjadi.

Penyebab lain terjadinya *agency conflict* menurut Fama (1980) adalah bagian substantif dari kekayaan manajemen didalam *specific human capital* perusahaan, yang membuat manajemen non *diversifiable* dan manajer akan terancam reputasinya apabila kemampuan menghasilkan *earning* yang negatif dan atau bahkan menuju arah kebangkrutan perusahaan.

Pengertian *agency cost* menurut Jensen dan Meckling (1976) merupakan tindakan-tindakan yang menjadi *cost* bagi *principal* untuk melakukan monitoring dan pengawasan positif termasuk biaya perilaku pada *agent*, pengeluaran atas adanya perikatan dengan *agent*, dan sisa kerugian residual dari adanya perikatan tersebut.

Untuk mengurangi adanya *agency conflict* yang mendorong timbulnya *agency cost* maka salah satu alternatif yang dapat diambil oleh perusahaan adalah dengan meningkatkan pendanaan perusahaan dengan hutang. Peningkatan hutang ini akan menurunkan penggunaan *free cash flow* yang ada perusahaan.

Berdasarkan teori positif, manajemen, investor, kreditor dan individu lain bersikap rasional dan berusaha untuk memaksimalkan kepuasan. Manajemen memiliki kebebasan untuk memilih metode akuntansi yang memaksimalkan kepuasan mereka atau mengubah kebijakan produksi, investasi dan pendanaan perusahaan untuk memaksimalkan kepuasan mereka. Menurut Anis Chariri dan Imam Ghozali (2003) berdasarkan asumsi tersebut di atas, maka teori positif menguji tiga hipotesis yang menunjukkan adanya tiga hubungan keagenan antara manajemen dan pemilik, antara manajemen dan kreditor, dan antara manajemen dan pemerintah:

*1. Bonus plan hypothesis*

Manajemen perusahaan dengan rencana bonus tertentu cenderung lebih menyukai metode yang meningkatkan laba periode berjalan. Pilihan tersebut diharapkan dapat meningkatkan nilai sekarang dari bonus yang akan diterima jika dewan direksi tidak menyesuaikan dengan metode yang dipilih.

*2. Debt/Equity hypothesis*

Semakin tinggi resiko hutang atau ekuitas perusahaan, maka makin besar pula kemungkinan bagi manajemen untuk memilih metode akuntansi yang dapat menaikkan laba. Makin tinggi resiko hutang dan ekuitas, maka perusahaan semakin didekatkan pada batas-batas peraturan perkreditan. Semakin tinggi batas kredit, makin besar kemungkinan penyimpangan perjanjian kredit dan pengeluaran biaya. Manajemen akan memilih metode akuntansi yang dapat menaikkan laba sehingga dapat menurunkan batasan kredit dan mengurangi biaya kesalahan teknis.



### 3. *Political cost hypothesis*

Perusahaan yang lebih besar cenderung untuk menggunakan metode akuntansi yang dapat mengurangi laba periodik dibandingkan dengan perusahaan skala kecil. Ukuran perusahaan merupakan proksi dari aspek politik. Hal yang mendasari asumsi ini adalah bahwa nilai informasi itu dinilai sangat mahal bagi individu untuk melaksanakan kontrak dengan pihak lain dalam proses politik untuk menegakkan aturan hukum dan regulasi dengan tujuan untuk meningkatkan kesejahteraan. Individu yang bersifat rasional cenderung untuk memilih tidak mengetahui informasi yang lengkap. Proses politik tidak jauh berbeda dengan proses pasar. Berdasarkan biaya informasi dan biaya monitoring, manajemen memiliki insentif untuk memilih laba akuntansi tertentu dalam proses politik tersebut.

#### 2.1.2 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang perusahaan merupakan tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang. Hal ini berkaitan erat dengan struktur modal yang dipilih perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan antara modal asing atau hutang dengan modal sendiri. Pemilik perusahaan lebih menyukai perusahaan menggunakan hutang pada tingkat tertentu agar harapan pemilik perusahaan dapat tercapai. Disamping itu perilaku manajer dan komisaris perusahaan juga dapat dikendalikan.

Berdasarkan teori *pecking order* manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang secara optimal. Kebijakan pendanaan ditentukan oleh tingkat kebutuhan investasi. Jika perusahaan memperoleh kesempatan untuk investasi maka perusahaan akan mencari dana untuk mendanai investasi tersebut. Manajemen perusahaan akan menentukan kebijakan pendanaan itu dengan dana internal, baru kemudian dengan dana eksternal termasuk hutang. Jika dana internal sudah mencukupi maka manajemen tidak perlu menggunakan kebijakan hutang untuk memperoleh dana dari luar. Namun sebaliknya jika investasi yang dilakukan tidak cukup jika hanya menggunakan sumber dana dari internal, maka manajemen perusahaan harus menggunakan kebijakan hutang sebagai salah satu alternatif untuk memperoleh dana dari luar disamping dengan menerbitkan saham.

Berdasarkan pendekatan teori keagenan, struktur modal perusahaan harus disusun sedemikian rupa sehingga dapat mengurangi konflik antara berbagai kelompok yang memiliki kepentingan dalam perusahaan. Pemegang saham lebih menyukai tindakan perusahaan yang akan menghasilkan keuntungan yang lebih besar, sehingga mereka akan memperoleh deviden atas saham yang mereka miliki juga akan meningkat. Namun pemegang hutang perusahaan tidak memperdulikan berapa besar tingkat keuntungan perusahaan, karena *pay-off* pemegang hutang perusahaan akan tetap sebesar bunga yang telah ditentukan.

### 2.1.3 Struktur Kepemilikan

**Menurut Jensen dan Mecking (1976) istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya**

ditentukan oleh hutang dan ekuitas saja tetapi juga ditentukan oleh prosentase kepemilikan saham oleh manajemen dan institusi. Salah satu bentuk mekanisme *corporate governance* yang dapat digunakan untuk menyamakan kepentingan *principal* dan *agent* adalah konsentrasi kepemilikan. Terkonsentrasinya kepemilikan, maka *principal* mempunyai cara untuk memonitor *agent*, agar *agent* bertindak sesuai dengan kepentingan *principal* (Demsets dan Lehn, 1985).

Prosentase kepemilikan saham terhadap suatu perusahaan akan menentukan tingkat pengendalian terhadap manajemen perusahaan. Menurut Shleifer dan Vishny (1997), pemilik perusahaan yang prosentase kepemilikannya besar dapat melakukan pengawasan karena bisa memperoleh informasi dan mempunyai hak suara yang dapat mengendalikan manajemen. Khusus bagi pemegang saham dengan tingkat kepemilikan 51% maka secara langsung akan mempunyai hak pengendalian langsung atas perusahaan dan manajemen, termasuk dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan.

#### 2.1.4 Beberapa Variabel Yang Digunakan Sebagai Variabel Kontrol

Variabel kontrol dimaksudkan untuk menghindari munculnya *counfounding effect*. Variabel kontrol dipilih berdasarkan penelitian empiris dan teoritis yang meneliti tentang masalah kepemilikan saham oleh manajemen yaitu (Bhatala, 1994) dan faktor penentu kebijakan hutang (Titman dan Wessels 1998; Bhatala 1994; Moh'd et all 1998). Dalam penelitian variabel yang digunakan sebagai variabel kontrol adalah deviden, struktur asset dan profitabilitas.

##### 2.1.4.1 Deviden

Moh'd et all (1998), Jensen et all (1992) yang menyatakan bahwa pembayaran deviden muncul sebagai pengganti hutang didalam struktur modal. Sedangkan Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran deviden adalah bagian dari *monitoring*

aktivitas perusahaan oleh *principal* terhadap pihak manajemen sebagai *agent*. Perusahaan akan cenderung untuk membayar dividen yang lebih besar jika manajemen memiliki proporsi saham yang lebih rendah.

Rozeff (1982) dan Estrenbook (1984) juga menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajemen. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka *free cash flow* dalam perusahaan semakin kecil. Hal ini mengakibatkan manajemen harus memikirkan untuk memperoleh sumber dana dari luar yang bisa saja berupa hutang. Dengan demikian akan mengurangi kekuasaan manajemen terhadap pengendalian terhadap perusahaan, karena dengan adanya entitas lain yang memberikan hutang kepada pihak perusahaan maka entitas tersebut juga berkepentingan untuk melakukan pengawasan terhadap jalannya perusahaan.

#### **2.1.4.2 Struktur asset**

Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa komposisi *collateral value of asset* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaan. Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan, akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan. Sedangkan Moh'd et all (1998) menyatakan bahwa struktur asset mempunyai pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan akan cenderung untuk menggunakan hutang yang

lebih besar jika perusahaan tersebut tidak memiliki struktur aset yang fleksibel atau lebih bersifat lancar. Investor akan lebih mudah untuk memberikan pinjaman atau hutang jika ada jaminan.

#### 2.1.4.3 Profitabilitas

Moh'd et all (1998) dan Jensen et all (1992) menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Dividen merupakan bagian dari laba bersih yang dicapai perusahaan. Perusahaan akan dapat melakukan pembagian dividen jika perusahaan memperoleh profit. Semakin besar profitabilitas perusahaan maka kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada investor semakin besar. Variabel ini menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor.

Myers (1984) menyatakan bahwa manajer mempunyai *pecking order* didalam menahan laba sebagai pilihan pertama, diikuti pembiayaan dengan hutang, kemudian dengan *equity*. Dengan demikian hubungan yang ada antara profitabilitas dengan kebijakan hutang adalah bersifat negatif, dimana jika profitabilitas perusahaan meningkat maka tingkat hutang perusahaan akan menurun dan sebaliknya jika profitabilitas perusahaan menurun maka hutang perusahaan akan meningkat.

## 2.2 Review Penelitian Terdahulu

Ada beberapa penelitian terdahulu yang digunakan sebagai landasan penelitian ini. Penelitian yang dilakukan oleh Agrawal et all (1987). Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji hubungan antara saham dan opsi yang dipegang

oleh manajemen serta karakteristik dari keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan terutama perubahan dalam *return on asset*, dan menguji hubungan antara saham yang dipegang manajemen dalam keputusan tentang pendanaan perusahaan. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *incentive*, *common stock*, *security holding of manager*, *stock option*, *ROA*, dan *debt ratio*. Model analisis yang digunakan adalah uji beda. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan dari tahun 1974 -1982 yang diambil dari CRSP. Hasil penelitian yang diperoleh adalah: pada perusahaan yang varian returnnya meningkat maka kepemilikan saham oleh manajemen lebih besar dibanding pada perusahaan yang varian returnnya lebih rendah. Hasil ini menunjukkan bahwa antara kepemilikan saham oleh manajemen dengan hutang terdapat hubungan yang bersifat positif, sehingga hasil penelitian ini mendukung hipotesis yang diajukannya bahwa saham dan opsi yang dimiliki oleh eksekutif di dalam perusahaan mempunyai peranan untuk mengurangi adanya masalah keagenan.

Friend dan Lang (1988) melakukan penelitian dengan tujuan untuk menguji apakah *debt ratio* perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah hutang sebagai variabel dependen, sedangkan variabel independen yang digunakan adalah *ratio of net property*, *mean of earnings*, *standard deviation of earnings*, *log of total assets*, *market value*, *fraction of equity held by dominant managerial insider*, dan *fraction of equity held by dominant nonmanagerial*. Metode analisis yang digunakan adalah

analisis regresi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen berpengaruh negatif terhadap hutang. Hal ini menunjukkan, jika kepemilikan saham oleh manajemen dalam sebuah perusahaan meningkat maka penggunaan hutang sebagai sumber dana akan berkurang atau menurun dan sebaliknya jika kepemilikan saham oleh manajemen dalam perusahaan menurun maka akan meningkatkan penggunaan hutang sebagai sumber dana perusahaan.

Mehran (1992) melakukan penelitian dengan untuk menganalisis hubungan antara struktur modal yang dimiliki perusahaan dengan *executive incentive plans*, *managerial equity investment*, *control of board directors*, dan *major shareholder*. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi *manager's equity*, *outside board opportunities*, *collateral value of asset*, dan *business risk*. Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur. Hasil dari penelitian ini adalah terdapat hubungan yang positif antara prosentase saham yang dimiliki oleh individual investor dengan rasio hutang, dan *institutional holdings* memiliki hubungan yang negatif signifikan terhadap rasio hutang.

Bathala et all (1994), melakukan penelitian dengan tujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan saham oleh institusi terhadap rasio hutang dan kepemilikan saham oleh manajemen dengan menggunakan beberapa variabel kontrol. Sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang *listing* di *New York Stock Exchange*. Metode analisis yang digunakan adalah dengan *Two-stage least square* (2SLS). Pada penelitian Bathala ini, penelitian dilakukan dalam 2 tahap. Pada tahap

pertama model yang digunakan adalah rasio hutang sebagai variabel dependen dan pada tahap kedua yang digunakan sebagai variabel dependennya adalah kepemilikan saham oleh manajemen. Hasil dari tahap pertama penelitian ini adalah menunjukkan bahwa semua variabel independen yang digunakan berpengaruh negatif pada hutang, dan hasil pada tahap kedua semua variabel independen juga berpengaruh negatif pada kepemilikan saham oleh manajemen kecuali variabel independen *growth* yang berpengaruh positif terhadap kepemilikan saham oleh manajemen.

Penelitian Moh'd et all (1998), menguji pengaruh struktur kepemilikan modal terhadap kebijakan hutang perusahaan. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah hutang sebagai variabel dependen, *insider ownership* dan *managerial ownership* sebagai variabel independen, dan *dividend payments*, *growth opportunities*, *firm size*, *asset structure*, *asset risk*, *profitability*, *tax rate*, *non-dept tax shield* dan *uniqueness* sebagai variabel kontrol. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan variabel-variabel independent lainnya yang digunakan memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan secara bersama-sama.

Theresia Tyas Listyani (2003), mengadakan penelitian dengan tema yang sama dengan menggunakan pengujian dua tahap. Pada tahap pertama, rasio hutang digunakan sebagai variabel dependen, variabel independennya adalah kepemilikan saham oleh manajemen, kepemilikan saham oleh institusi, dan variabel kontrolnya



adalah volatilitas laba, pertumbuhan, dan ukuran perusahaan. Pengujian pada tahap kedua, variabel dependennya adalah kepemilikan saham oleh manajemen, dengan variabel independen rasio hutang dan kepemilikan saham oleh institusi dan volatilitas saham, pertumbuhan serta ukuran perusahaan sebagai variabel kontrolnya. Sampel penelitian yang digunakan adalah perusahaan manufaktur. Hasil penelitian menunjukkan kekonsisten dengan hasil penelitian yang lain.

Tabel 2.1  
Review Penelitian Terdahulu

<b>N O</b>	<b>Peneliti</b>	<b>Variabel</b>	<b>Metode Analisis</b>	<b>Hasil</b>
1	Agrawal et All (1987)	<i>Incentive, common stock, security holding of manager, stock option, ROA dan debt ratio</i>	Uji Beda	Kepemilikan saham oleh manajemen yang varian returnnya meningkat lebih besar daripada varian returnnya lebih rendah.
2	Fried dan Lang (1988)	<i>Debt/asset ratio, ratio net property, earning, total asset, market value of equity. Equity held by dominant managerial insider</i>	Analisis Regresi	<i>Debt ratio</i> mempunyai hubungan negatif dengan kepemilikan saham oleh manajemen.
3	Mehren (1992)	<i>Manager's equity, outside board opportunities, collateral value of asset, dan business risk.</i>		Prosentase saham yang dimiliki oleh individual inverstor berhubungan positif dengan rasio hutang, dan <i>institusional holdings</i> memiliki hubungan

				yang negatif signifikan terhadap rasio hutang.
--	--	--	--	--

<b>N O</b>	<b>Peneliti</b>	<b>Variabel</b>	<b>Metode Analisis</b>	<b>Hasil</b>
4	Bathala, Moon, dan Rao (1994)	<i>Debt ratio, earning volt, depreciation, RDAD, growth, stockvolt, total assets, managerial ownership, institutional ownership</i>	2SLS	Kepemilikan saham oleh manajemen, <i>Earning volatility, RDAD, growth</i> , dan <i>institusional ownership</i> memiliki hubungan negatif terhadap <i>debt ratio</i> .
5	Moh'd at all (1998)	<i>Debt ratio, insider ownership, institutional ownership, dividend, growth, firm size, asset structure, asset risk, profitability, tax rate, non debt tax shield, unquenedd of firm.</i>	<i>A time series cross-sectional regression analysis (TSCS)</i>	Struktur kepemilikan dan beberapa variabel agency lainnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang secara bersama-sama.
6	Theresia Tyas Listyani (2003)	Kepemilikan saham oleh institusional, kepemilikan saham oleh manajerial, rasio hutang, volatilitas laba, pertumbuhan dan ukuran perusahaan.	2SLS	Kepemilikan saham oleh institusi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang.

## 2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis, Perumusan Masalah dan Hipotesis

### 2.3.1 Pengaruh Kepemilikan Saham oleh Manajemen Terhadap Kebijakan Hutang

Penelitian yang dilakukan oleh Fried dan Lang (1988) menguji tentang pengaruh kepemilikan saham oleh manajemen terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen memiliki hubungan kausal negatif dan substitusi dengan hutang. Di samping itu juga dijelaskan bahwa perusahaan dengan tingkat kepemilikan saham oleh manajemen yang tinggi, maka perusahaan tersebut akan memiliki *equity agency cost* rendah tetapi memiliki *debt agency cost* yang tinggi. Salah satu yang menyebabkan ini terjadi adalah insentif yang diberikan kepada manajemen disejajarkan dengan pemilik daripada kreditor.

Jensen et all (1992) menyatakan bahwa ada hubungan negatif antara kepemilikan saham oleh manajemen dengan kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan peningkatan kepemilikan saham oleh manajemen, maka mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen, sehingga kepemilikan saham oleh manajemen dapat menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*.

Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen dapat mensejajarkan kepentingan para manajemen dengan kepentingan *outside shareholder* dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan. Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

<b>H1</b>	<b>:</b>	Kepemilikan saham oleh manajemen mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.
-----------	----------	--

### 2.3.2 Pengaruh Kepemilikan Saham oleh Institusi Terhadap Kebijakan Hutang

Bhatala, Moon, dan Rao (1994), menyatakan bahwa penggunaan hutang dan kepemilikan saham oleh manajemen mempunyai hubungan yang negatif terhadap kepemilikan saham oleh institusi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi mempunyai pengaruh dalam melakukan *monitoring* terhadap perilaku para manajer perusahaan. Disamping itu meningkatnya kepemilikan saham oleh institusi akan mengurangi kepemilikan saham oleh manajemen dan mengganti peranan hutang dalam mengurangi *agency problem*, sehingga meminimumkan biaya keagenan.

Moh'd, Perry dan Rimbey (1998) menemukan bahwa kepemilikan saham oleh institusional mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang. Grier dan Zychowics (1994) juga menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajemen perusahaan. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh institusi akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajemen dan memaksa manajemen untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi *agency cost*.

Berdasarkan uraian di atas, maka disusun hipotesis alternatif sebagai berikut:

<b>H2</b>	:	Kepemilikan saham oleh institusi mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.
-----------	---	--

### 2.3.3 Variabel-variabel Kontrol

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel kontrol yang juga digunakan oleh peneliti-peneliti terdahulu. Tujuan dimasukkannya variabel kontrol pada penelitian ini adalah untuk menghindari munculnya *counfounding effect*. Variabel kontrol yang dipilih pada penelitian ini merupakan variabel kontrol yang digunakan untuk menyelidiki masalah hutang perusahaan pada penelitian Moh'd et all (1998). Pada penelitian ini yang digunakan sebagai variabel kontrol adalah: deviden, struktur asset, dan profitabilitas perusahaan.

#### 2.3.3.1 Pengaruh deviden terhadap kebijakan hutang perusahaan

Dalam penelitian tentang *agency cost* dan perilaku pembayaran deviden perusahaan, Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran deviden adalah bagian dari *monitoring* aktivitas perusahaan oleh *principal* terhadap pihak manajemen sebagai *agent*. Dalam kondisi demikian perusahaan akan cenderung untuk membayar deviden yang lebih besar jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah.

Rozeff (1982) dan Estrenbook (1984) menyatakan bahwa pembayaran deviden kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, karena semakin tinggi deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham maka *free cash flow* dalam perusahaan semakin kecil sehingga

manajer harus memikirkan untuk memperoleh sumber dana dari luar yang bisa saja berupa hutang. Dengan demikian akan mengurangi kekuasaan manajer terhadap pengendalian terhadap perusahaan, karena dengan adanya entitas lain yang memberikan hutang kepada pihak perusahaan maka entitas tersebut juga berkepentingan untuk melakukan pengawasan terhadap jalannya perusahaan.

Pembayaran dividen menjadi bentuk *monitoring capital market* yang terjadi bagi perusahaan. Dalam penelitian ini yang dividen didefinisikan sebagai pembayaran dividen oleh perusahaan. Dari uraian tersebut maka disusunlah hipotesis alternatif sebagai berikut:

<b>H3</b>	:	Deviden mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.
-----------	---	---

### 2.3.3.2 Pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang perusahaan

Struktur aset merupakan salah satu variabel yang mempengaruhi digunakannya kebijakan hutang atau tidak oleh perusahaan. Variabel ini berhubungan dengan jumlah kekayaan yang dapat dijadikan jaminan. Perusahaan akan cenderung untuk menggunakan hutang yang lebih besar jika ia tidak memiliki struktur aset yang fleksibel atau lebih bersifat lancar. Investor akan lebih mudah untuk memberikan pinjaman atau hutang jika ada jaminan.

Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa komposisi *collateral value of asset* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaan. Brigham dan Gapenski (1996)

menyakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan, akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan.

Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

<b>H4</b>	:	Struktur aset mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.
-----------	---	---

#### **2.3.3.3 Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan**

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Dividen merupakan bagian dari laba bersih yang dicapai perusahaan. Perusahaan akan dapat melakukan pembagian dividen jika perusahaan memperoleh profit. Semakin besar profitabilitas perusahaan maka kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada investor semakin besar. Disamping itu dari sisi manajerial maka manajemen akan memiliki *power* untuk mengelola dana perusahaan tanpa harus melakukan hutang kepada pihak lain, karena dengan tingkat keuntungan perusahaan yang tinggi maka, di perusahaan akan tersedia banyak modal atau *free cash flow* yang dapat digunakan untuk investasi baru.

Variabel ini menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Myers (1984) menyatakan bahwa manajer mempunyai *pecking order*

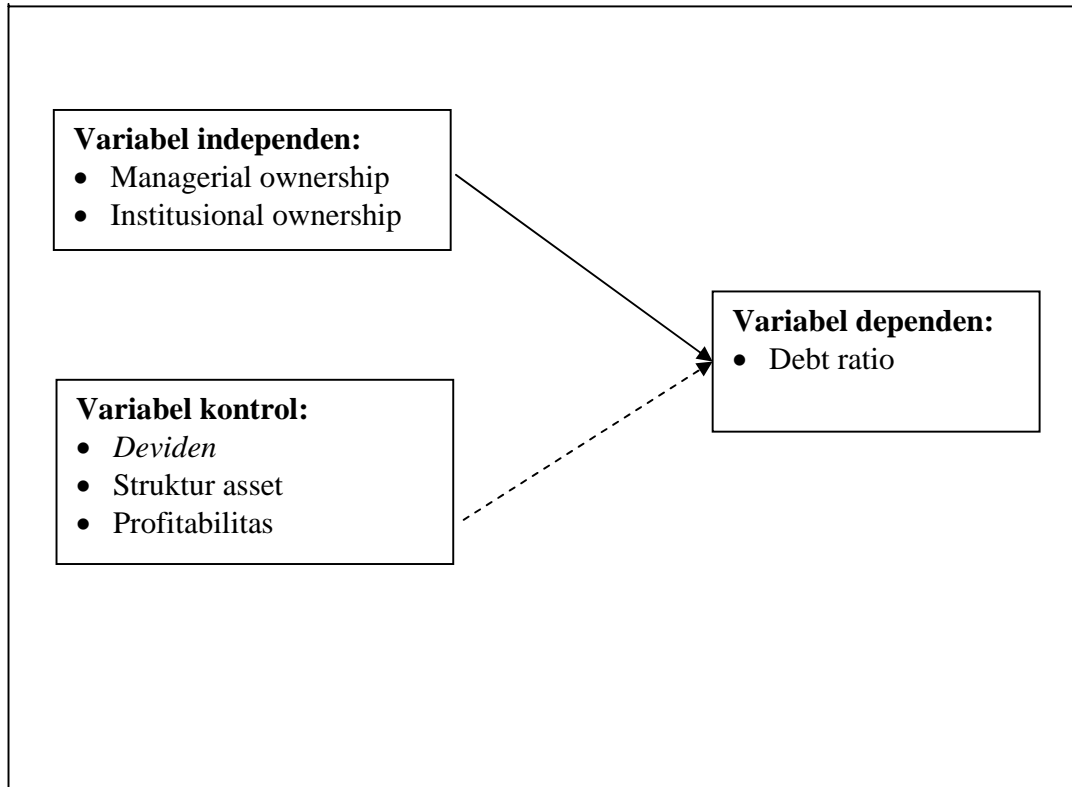
didalam menahan laba sebagai pilihan pertama, diikuti pembiayaan dengan hutang, kemudian dengan *equity*. Dengan demikian hubungan yang ada antara profitabilitas dengan kebijakan hutang adalah bersifat negatif, dimana jika profitabilitas perusahaan meningkat maka tingkat hutang perusahaan akan menurun dan sebaliknya jika profitabilitas perusahaan menurun maka hutang perusahaan akan meningkat.

Hasil studi Moh'd et all (1998) dan Jensen et all (1992) juga menemukan bahwa profitabilitas perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

<b>H5</b>	:	profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.
-----------	---	--

## 2.4 Pemikiran Teoritis





### BAB III

## METODE PENELITIAN

### 3.1 Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari seluruh perusahaan textile/garment yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, dengan tahun pengamatan 2001 – 2006, dengan pertimbangan dalam jangka waktu tersebut kondisi perekonomian Indonesia merupakan masa pemulihan atau masa pasca krisis yang memiliki kondisi yang cenderung stabil. Disamping itu peneliti memilih perusahaan textile/garment sebagai objek penelitian, untuk membuktikan apakah hasil penelitian dari peneliti-peneliti terdahulu akan tetap konsisten jika objek penelitian yang dipilih itu lebih spesifik jika dibandingkan objek penelitian - penelitian terdahulu yang berupa perusahaan manufaktur secara keseluruhan.

Sampel merupakan bagian dari populasi yang dapat mewakili populasi sehingga dengan menggunakan sampel saja, hasil penelitian dapat digeneralisasi untuk mewakili populasi yang diteliti. Sampel yang baik merupakan sampel yang valid. Dalam penelitian ini metode pemilihan sampel digunakan metode *purposive sampling* secara random. Kriteria yang diajukan untuk pengambilan sampel pada penelitian ini adalah:

- a. Perusahaan textile harus tercatat di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2006.
- b. Perusahaan memberikan informasi tentang adanya pemisahan kepemilikan antara kepemilikan oleh manajemen dan kepemilikan oleh institusi.

- c. Perusahaan tersebut memiliki data yang dibutuhkan berkaitan dengan penelitian kali ini.

### **3.2 Jenis dan Sumber Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa laporan keuangan perusahaan-perusahaan textile/garment yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, dan 2006. Data ini merupakan data sekunder. Data yang dipergunakan meliputi rasio hutang, kepemilikan saham oleh manajemen, Kepemilikan saham oleh institusi, dividen, struktur aset, dan profitabilitas yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2001 - 2006.

### **3.3 Prosedur Pengumpulan Data**

Dalam penelitian ini, teknik pengumpulan data yang digunakan adalah dokumentasi. Dokumentasi adalah pengumpulan data yang diperlukan dengan mempelajari catatan atau dokumen yang nantinya menjadi bahan pendukung dalam melakukan pengolahan dan analisis serta membuat kesimpulan (Suharsimi,1998:23).

### **3.4 Identifikasi Variabel dan Definisi Operasional**

#### **3.4.1 Identifikasi Variabel**

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari dua jenis variabel, yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel independen terdiri dari variabel independen utama dan variabel independen yang berupa variabel kontrol.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang (DR), variabel independen sebagai variabel independen utama meliputi kepemilikan saham oleh manajerial (MOWN) dan kepemilikan saham oleh institusional (INSWN), dan variabel penjelas tambahan meliputi deviden yang dibayar oleh perusahaan (DP), struktur aset (AS), dan profitabilitas (P). Variabel-variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari model penelitian tentang struktur hutang yang digunakan oleh Moh'd et all (1998), Bathala et all ( 992), Jensen et all (1992), Jensen dan Meckling (1976), Long dan Malitz (1985), Cruthley et all (1989, Wahidawati (2000) dan Theresia ( 2003).

### **3.4.2 Pengukuran Variabel**

Pengukuran variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

#### **a. Kebijakan Hutang**

Kebijakan hutang perusahaan merupakan tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang. Bagi manajemen perusahaan, hutang merupakan salah satu alternatif yang dapat ditempuh sebagai pihak yang mengelola operasional perusahaan untuk meminimalisasi *agency cost*.

*Proxy* kebijakan hutang diukur rasio hutang perusahaan. Sedangkan untuk memudahkan dalam mengidentifikasi variabel maka variabel ini menggunakan simbol DR.

Variabel ini diukur dengan membandingkan jumlah hutang jangka panjang dengan total asset (Moh'd et all; 1998). Secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DR = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total asset}}$$

b. Kepemilikan saham oleh manajemen

Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan kepemilikan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan seperti direksi dan komisaris. Jika perusahaan banyak dibiayai oleh hutang maka akan menimbulkan *agency cost of debt*, sehingga dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen diharapkan *agency cost of debt* ini akan menurun.

Hubungan antara kepemilikan saham oleh manajemen dan kebijakan hutang yang diharapkan adalah negatif, karena dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen akan dapat menggantikan sumber dana perusahaan yang tadinya menggunakan hutang menjadi menggunakan modal yang berasal dari *insider*. Kepemilikan saham oleh manajemen dalam penelitian ini diberi simbol MOWN.

Ukuran yang digunakan untuk mengukur kepemilikan saham oleh manajemen adalah prosentase saham yang dimiliki oleh direksi, manajer, komisaris ataupun setiap pihak yang terlibat langsung dalam pembuatan keputusan perusahaan (Jensen dan Meckling; 1976). Variabel ini diperoleh dari

*Indonesia Capital Market Directory (ICMD)* pada bagian *shareholder ownership*.

c. Kepemilikan saham oleh institusi

Kepemilikan saham oleh institusi adalah prosentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi-institusi lain pada suatu perusahaan. Variabel ini menunjukkan tingkat kepemilikan saham perusahaan oleh suatu institusi. Peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi akan meningkatkan pengawasan institusi tersebut terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen dalam mengelola perusahaan.

Variabel kepemilikan saham oleh institusi diberi simbol INSWN. Adanya peningkatan pengawasan oleh institusi ini akan mengurangi tindakan-tindakan oportunistik manajemen dalam penggunaan dana perusahaan. Dengan demikian variabel INSWN berhubungan negatif dengan kebijakan hutang. INSWN diukur dengan ukuran berupa prosentase saham yang dimiliki oleh investor institusi (Bathala et al; 1994). Variabel ini diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory (ICMD)* pada bagian *shareholder ownership*.

d. Dividen

Dividen merupakan bagian dari laba yang diberikan kepada para pemegang saham biasa, baik dalam bentuk tunai atau kas. Keputusan tentang berapa banyak bagian keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa banyak yang akan ditahan atau diinvestasikan kembali, disebut sebagai kebijakan dividen.

Variabel ini diberi simbol DP. Ukuran yang digunakan untuk mengukur deviden yang dibayar oleh perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini merupakan ukuran yang digunakan oleh Moh'd et all (1998) dan Jensen et all (1992).

Dalam penelitian ini, variabel deviden dihitung dengan menggunakan dummy, dimana perusahaan yang membayar deviden diberi angka 1 dan yang tidak membayar deviden diberi angka 0. Hal ini dilakukan karena sebagian besar perusahaan yang digunakan sebagai sampel penelitian tidak melakukan pembayaran deviden. Hal ini terjadi karena sebagian besar perusahaan pada tahun pengamatan mengalami kerugian.

e. Struktur aset

Struktur aset menunjukkan jumlah kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat dijadikan jaminan. Investor akan lebih mudah memberikan pinjaman kepada perusahaan bila ada jaminan dari perusahaan. Menurut Myers dan Majluf (1984) menyatakan komposisi *collateral value of asset* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaan.

Simbol yang digunakan untuk struktur aset adalah AS. Data untuk variabel ini diperoleh dari ICMD. Variabel ini diukur dengan menggunakan hasil bagi antara aset tetap terhadap total aset seperti yang digunakan oleh Titman dan wessels (1988) dan Moh'd et all (1998). Secara matematis rumus ini dapat ditulis sebagai berikut:

$$AS = \frac{\text{Aset tetap}}{\text{Total aset}}$$

f. Profitabilitas

Profitabilitas perusahaan merupakan pendapatan yang dapat digunakan untuk membiayai investasi perusahaan tersebut. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Myers (1984) menyatakan bahwa manajer memiliki kewenangan untuk menahan laba sebagai pilihan pertama, kemudian hutang dan dengan *equity*.

Profitabilitas perusahaan didefinisikan dengan simbol P. Ukuran profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan ukuran yang digunakan dalam penelitian Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) yaitu rasio laba operasi terhadap total aset perusahaan, yang secara matematis dapat ditulis sebagai berikut:

$$P = \frac{\text{Laba operasi}}{\text{Total aset}}$$

### 3.5 Teknik Analisis

#### 3.5.1 Uji Hipotesis



Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan analisis persamaan simultan dengan menggunakan analisis regresi berganda. Variabel dependen yang digunakan adalah kebijakan hutang perusahaan dan sebagai variabel independen adalah kepemilikan saham oleh institusi, kepemilikan saham oleh manajemen, deviden, struktur aset, dan profitabilitas. Model persamaan yang digunakan adalah:

$$DR = \alpha + \beta_1(\text{MOWN}) + \beta_2(\text{INSWN}) + \beta_3(\text{DP}) + \beta_4(\text{AS}) + \beta_5(\text{P}) + e$$

Dimana:

DR	:	Kebijakan hutang perusahaan
MOWN	:	Kepemilikan saham oleh manajemen
INSWN	:	Kepemilikan saham oleh Institusi
DP	:	Deviden
AS	:	Struktur aset
P	:	Profitabilitas
$\alpha$	:	<b>Konstanta</b>
$\beta$	:	<b>Koefisien regresi parsial</b>
$e$	:	<b>Residual</b>

Hipotesis adalah suatu anggapan teoritis yang dapat dipertegas atau ditolak secara empiris. Penentuan apakah suatu hipotesis dapat diterima (dianggap benar) atau harus ditolak (dianggap salah) adalah merupakan tujuan dari pengujian hipotesis. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan regresi linear berganda dengan *level of significance* 0.05. Menurut Imam Gozali (2001) *Level of significance* 0.05 menunjukkan bahwa dalam pengujian hipotesis probabilitas bahwa keputusan yang diambil itu salah adalah 0.05.

### 3.5.2 Uji Asumsi Klasik

Pada penelitian ini juga dilakukan uji asumsi klasik, agar model regresi yang digunakan memberikan hasil regresi yang terbebas dari unsur autokorelasi, multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan asumsi linieritas.

a. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk menguji apakah terdapat hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (*time series*). Untuk mendeteksi terjadinya autokorelasi atau tidak digunakan alat uji Durbin-Waston (DW test ). Terjadinya autokorelasi atau tidak dapat dilihat dengan cara, jika nilai DW terletak diantara batas atas atau *Upper bound* (dU) dan 4-dU atau  $dU < DW < 4-dU$  ( Imam Gozali; 2001).

b. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk menguji apakah terdapat hubungan linier diantara variabel-variabel independen dalam model regresi. Untuk mengetahui terjadinya multikolinieritas, maka dilakukan dengan cara melihat nilai  $R_{\text{Squared}}$  ( $R^2$ ) dan  $F_{\text{ratio}}$  yang tinggi dan nilai  $t_{\text{hitung}}$  yang sebagian besar bahkan seluruh koefisien regresi tidak signifikan (kemungkinan pertama). Koefisien korelasi antara satu variabel bebas dengan variabel bebas yang lain tinggi, atau tanda koefisien korelasi antara variabel bebas berbeda (kemungkinan kedua). Menganalisis matriks korelasi antar variabel bebas dan menghitung nilai *tolerance* serta *varian inflation factor* (VIF). Ukuran-ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Nilai *cut-off* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* 0.10 atau sama dengan VIF di

atas 10. Bila hasil regresi memiliki nilai VIF tidak lebih dari 10, maka dapat disimpulkan tidak ada multikolinieritas dalam model regresi (Imam Gozali;2001).

c. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas digunakan untuk menguji apakah varian variabel bebas konstan atau tidak untuk setiap variabel bebas. Pada penelitian ini digunakan uji *Gletsjer*, dengan cara meregres nilai absolut residual terhadap variabel bebas (Gujarati; 1995) dengan persamaan regresi:

$$|U_t| = \alpha + \beta X_t + v_i$$

d. Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji normalitas distribusi variabel pengganggu (residual). Dalam penelitian ini menggunakan rasio skewness dan kurtosis. Adapun ketentuan yang digunakan adalah dinyatakan normal jika nilai rasio antara -2 sampai 2.

Dengan melihat hasil regresi tersebut, jika variabel bebas signifikan secara statistik mempengaruhi variabel terikat, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas dan harus dilakukan perbaikan dengan cara *weighted Least Square* atau dengan model pembobotan, yaitu dengan cara melakukan transformasi dalam bentuk model regresi dengan membagi model regresi dengan salah satu variabel bebas yang digunakan dalam model tersebut ( Imam Gozali; 2001).

## **BAB IV**

### **HASIL DAN PEMBAHASAN**

#### **4.1 Gambaran Umum Sampel**

Sampel penelitian adalah laporan keuangan perusahaan manufaktur yang bergerak dalam memproduksi textile/garment yang listing di BEJ mulai tahun 2001 – 2006. Perusahaan yang dipilih adalah perusahaan yang selama periode pengamatan menyediakan data tentang kepemilikan saham oleh manajerial dan kepemilikan saham oleh institusional.

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah teknik pooling data (*time series cross-sectional*). Teknik pooling data digunakan, karena pengumpulan data secara pooling memungkinkan diperoleh jumlah sampel yang lebih banyak sehingga meningkatkan *power of test*.

Tahun 2001 dan 2002 jumlah perusahaan yang tergolong dalam perusahaan textile/garment adalah 24 perusahaan. Dari 24 perusahaan tersebut hanya 10 perusahaan yang dapat digunakan sebagai sampel, karena hanya ada 10 perusahaan yang melaporkan kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusi. Sedangkan 14 perusahaan lainnya tidak melaporkan kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusi.

Untuk tahun 2003 dan 2004, jumlah perusahaan yang tergolong dalam perusahaan textile/garment adalah 24 perusahaan. Dari 24 perusahaan yang listing tersebut, hanya 8 perusahaan yang memenuhi syarat sebagai sampel penelitian, karena dari 24 perusahaan textile/garment yang listing tahun 2003 dan 2004, hanya 8

perusahaan yang melaporkan kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusi pada laporan keuangannya.

Pada periode pengamatan tahun 2005 dan 2006, jumlah perusahaan yang tergolong dalam perusahaan textile/garment yang listing di BEJ adalah 24 perusahaan. Dari 24 perusahaan tersebut hanya terdapat 5 perusahaan yang memenuhi syarat sebagai sampel penelitian, karena hanya 5 perusahaan tersebut yang melaporkan kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusi.

Berdasarkan uraian di atas, maka jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 46 perusahaan, yang diperoleh dari ICMD dan Laporan Keuangan Perusahaan. Nama-nama perusahaan yang digunakan sebagai sampel dapat dilihat dalam Lampiran 1, sedangkan ringkasan jumlah perusahaan yang menjadi sampel terlihat dalam tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1  
Sample yang digunakan dalam Penelitian

<b>NO</b>	<b>Tahun</b>	<b>Perusahaan</b>
1	2001	10
2	2002	10
3	2003	8
4	2004	8
5	2005	5
6	2006	5
<b>Jumlah Perusahaan</b>		<b>46</b>

Sumber: Data yang diolah, 2007

## 4.2 Gambaran Umum Variabel

#### 4.2.1 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan rasio total hutang terhadap total asset. Hutang dapat digunakan sebagai salah satu alternatif untuk meminimalkan biaya keagenan. Pada tabel 4.2 menunjukkan nilai mean dari hutang adalah sebesar 0.8456 atau sebesar 84.56%. Perusahaan rata-rata menggunakan hutang sebesar 84.56% dari semua total asset yang dimiliki dalam membiayai kegiatan operasional. Hal ini menunjukkan bahwa hutang merupakan salah satu sumber dana utama bagi perusahaan dalam memperoleh dana untuk membiayai kegiatan operasional ataupun investasinya.

Tabel 4.2  
Hasil Statistik Descriptif

No	Keterangan	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi
1	Kebijakan Hutang	0.11	4.69	0.8456	0.7979
2	Kepemilikan oleh manajemen	0.00	0.21	0.0672	0.0618
3	Kepemilikan oleh institusi	0.01	0.94	0.5529	0.2196
4	Deviden	0.00	1.00	-	0.4552
5	Struktur asset	0.08	1.11	0.4566	0.2585
6	Profitabilitas	-0.021	0.15	0.0053	0.0712
Jumlah sampel : 46					

Sumber: Data yang diolah, 2007

#### 4.2.2 Kepemilikan saham oleh manajemen

Kepemilikan saham oleh manajemen adalah prosentase saham yang dimiliki oleh manajer, direktur dan komisaris perusahaan pada akhir tahun untuk masing – masing periode pengamatan. Kepemilikan saham oleh manajemen digunakan dalam

penelitian ini adalah untuk mengetahui manfaat kepemilikan saham oleh pihak manajemen dalam mekanisme mengurangi konflik keagenan.

Dengan meningkatnya tingkat kepemilikan oleh manajemen diharapkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh adanya hutang perusahaan (*agency cost of debt*) dapat semakin menurun. Hal ini ditunjukkan dengan adanya koefisien kepemilikan manajemen yang bernilai negatif terhadap hutang.

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa nilai mean dari kepemilikan saham oleh manajemen adalah 0.0672 atau sebesar 6.72%. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan saham oleh manajemen untuk perusahaan manufaktur dibidang textile/garment yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta Indonesia masih kecil proporsinya. Dengan proporsi yang kecil, maka dapat diartikan bahwa tingkat kekuatan untuk mengendalikan perusahaan juga masih kecil.

#### **4.2.3 Kepemilikan saham oleh institusi**

Kepemilikan saham oleh institusi adalah prosentase saham yang dimiliki oleh institusi lain di suatu perusahaan pada akhir tahun untuk masing – masing periode pengamatan. Kepemilikan saham oleh institusi digunakan dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui manfaat kepemilikan saham oleh institusi lain dalam mekanisme mengurangi konflik keagenan.

Dengan meningkatnya tingkat kepemilikan oleh institusi diharapkan dapat menurunkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh adanya hutang perusahaan (*agency cost of debt*). Hal ini dikarenakan dengan meningkatnya atau tingginya

prosentase kepemilikan saham oleh institusi maka diharapkan adanya peningkatan pengawasan oleh institusi, sehingga dapat mengurangi tindakan *opportunistic* manajemen dalam penggunaan dana perusahaan.

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa nilai mean dari kepemilikan saham oleh institusi adalah 0.5529 atau sebesar 55.29 %. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan saham oleh institusi untuk perusahaan manufaktur dibidang textile/garment yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta Indonesia sudah cukup tinggi proporsinya. Dengan proporsi yang tinggi, maka dapat diharapkan bahwa tingkat kekuatan untuk mengendalikan perusahaan juga cukup tinggi.

#### **4.2.4 Deviden**

Deviden merupakan bagian dari laba yang diberikan kepada para pemegang saham biasa, baik dalam bentuk tunai atau dalam bentuk kas. Dalam tabel 4.2, menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan pembayaran deviden selama periode pengamatan adalah sedikit. Hal ini dikarenakan, perusahaan-perusahaan pada periode pengamatan banyak menderita kerugian, yang ditunjukkan dalam laporan keuangannya.

#### **4.2.5 Struktur Asset**

Struktur asset menunjukkan jumlah kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan pada saat melakukan kebijakan hutang terhadap pihak lain. Tabel 4.2 menunjukkan tingkat mean dari struktur asset adalah



0.4566 atau 45.66%. Dengan tingkat struktur asset yang 45.66% dalam perusahaan maka jumlah asset perusahaan lebih banyak dalam bentuk asset yang bersifat lancar yaitu 54.34%. Hal ini diharapkan dapat mendukung perusahaan dalam melaksanakan kebijakan hutang, karena perusahaan memiliki asset yang cukup digunakan sebagai jaminan.

#### **4.2.6 Profitabilitas**

Profitabilitas perusahaan menunjukkan kemampuan dari modal yang telah diinvestasikan untuk menghasilkan keuntungan. Profitabilitas dapat mempengaruhi tingkat biaya keagenan perusahaan, karena tingkat profitabilitas perusahaan dapat meningkatkan atau meminimalkan biaya keagenan. Pada table 4.2 menunjukkan nilai mean dari hutang adalah sebesar 0.0053 atau sebesar 0.56%. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan textile/garment pada periode pengamatan sangat kecil.

#### **4.3 Pengujian Asumsi Klasik**

Uji asumsi klasik disini dimaksudkan untuk memperoleh data penaksiran tak-bias linier terbaik (BLUE). Pengujian asumsi klasik yang dilakukan pada penelitian ini adalah uji multikolinieritas, uji autokorelasi, uji heterokedastisitas, dan uji normalitas.

### 4.3.1 Uji Multikolinieritas

Pengujian multikolinieritas perlu dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi yang terjadi antara sesama variable *independent* yang digunakan dalam model persamaan regresi. Untuk mengetahui terjadi atau tidaknya multikolinieritas variable *independent* yaitu dengan melihat nilai dari *Indicator of variance inflation factor* (VIF). Menurut Imam Ghozali, 2001) cut off yang dipakai secara umum untuk menandai adanya multikolinieritas atau tidak adalah 10. Jika nilai VIF lebih dari 10 maka berarti terjadi multikolinieritas antara variabel bebas dalam model regresi yang digunakan. Hasil VIF dari variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada table 4.3. Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai VIF dari semua variabel berada dibawah 10, sehingga dapat disimpulkan dalam model regresi tidak terjadi multikolinieritas.

Tabel 4.3  
Hasil Uji Multikolinieritas Menggunakan Nilai VIF

NO	Variabel Independent	VIF
1	Kepemilikan saham oleh institusional	2.854
2	Kepemilikan saham oleh manajerial	5.764
3	Struktur asset	2.193
4	Deviden	3.178
5	Profitabilitas	1.225
Terjadi mutlikolinier jika VIF > 10		

Sumber: Data yang diolah, 2007

### 4.3.2 Uji Autokorelasi

Tujuan dilakukannya uji autokorelasi adalah untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan suatu periode (t) dengan kesalahan pada periode sebelumnya (t-1). Metode yang digunakan untuk mengetahui adanya autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan uji Durbin-Watson (*DW test*). Tabel 4.4 menunjukkan bahwa dalam penelitian ini, dengan menggunakan sample (n) = 46 dan k = 5 dengan derajat kepercayaan 5 % diperoleh nilai dl = 1.52 dan du = 1.061

Berarti nilai  $4 - du = 2.939$  dan nilai  $4 - dl = 2.480$ . Dari hasil regresi persamaan hutang diperoleh nilai Durbin-Watson hitung sebesar 1.945. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi, karena nilai DW hitung berda diantara nilai du dan 4du.

Table 4.4  
Hasil Uji Autokorelasi Menggunakan Uji Durbin-Watson (*DW test*)

NO	Keterangan	Nilai
1	Dl	1.520
2	Du	1.061
3	4-du	2.949
4	4-dl	2.480
N = 46, k = 5, $\alpha = 5\%$		
DW hitung = 1.945		

Sumber: Data yang diolah, 2007

### 4.3.3 Uji Heteroskedastisitas

Tujuan dari penggunaan uji heterokedastisitas dalam penelitian ini adalah untuk menguji apakah dalam model regresi yang dipakai terjadi ketidaksamaan

variance dari residual satu pengamatan dengan pengamatan yang lain. Jika varian residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka telah terjadi homoskedastisitas. Untuk mendeteksi terjadi heteroskedastisitas dilakukan uji Glejser, yaitu dengan cara meregresi nilai absolute residual terhadap variable bebasnya (Gujarati, 1995). Menurut uji Glejser, jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas. Tabel 4.5 menunjukkan bahwa tidak ada satupun variabel *independent* yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel *dependent*. Probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

Tabel 4.5  
Hasil Uji Heteroskedastisitas Menggunakan Uji Glejser

NO	Keterangan	Nilai t	Probabilitas
1	Constant	0.016	0.988
2	Kepemilikan saham oleh Manajemen	0.067	0.947
3	Kepemilikan saham oleh institusi	-0.110	0.913
4	Struktur asset	-0.078	0.938
5	Deviden	0.272	0.787
6	Profitabilitas	-0.941	0.353
Terjadi Heteroskedastisitas jika probabilitas < $\alpha = 5\%$			

Sumber: Data diolah, 2007

#### 4.3.4 Uji Normalitas

Uji normalitas ini dimasukan untuk menguji adanya distribusi variabel pengganggu (*residual*). Rasio yang digunakan untuk melaksanakan pengujian normalitas ini menggunakan rasion skewness dan kurtosis. Adapun ketentuan yang berlaku adalah dinyatakan normal jika rasio terletak diantara -2 sampai dengan 2.

Hasil pengolahan data dengan program SPSS diperoleh nilai skewness dan kurtosis yang ditunjukkan pada tabel 4.6.

Tabel 4.6  
Hasil Uji Normalitas Menggunakan Uji Skewness dan Kurtosis

NO	Keterangan	Nilai
1	Mean	0.000
2	Skewness	0.524
3	Std Error of Skewness	0.357
4	Kurtosis	-0.269
5	Std error of Kurtosis	0.702
Rasio Skewness = $Sk/Se = 0.524/0.357 = 1.47$		
Rasio Kurtosis = $\alpha^4/Se = -0.269/0.702 = -0.38$		

Sumber: Data yang diolah, 2007

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai hitung rasio Skewness dan Kurtosis berada diantara -2 sampai dengan 2. Maka dalam penelitian ini dapat dinyatakan bahwa raviabel pengganggu (ei) berdistribusi normal, atau lolos dari asumsi normalitas.

#### 4.4 Pengujian Hipotesis

Analisis data dilakukan dengan menggunakan model linier berganda. Metode ini digunakan untuk mengetahui adanya pengaruh kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusi dengan beberapa variabel kontrol terhadap kebijakan hutang perusahaan. Pengujian dilakukan dengan menggunakan program komputer SPSS 11.50 dan hasilnya dapat dilihat pada tabel 4.7

Tabel 4.7  
Hasil Pengujian Untuk Persamaan Kebijakan Hutang

No	Faktor	$\beta$	T <sub>hitung</sub>	P	Keterangan
1	Konstan	5.501	7.372	0.000	
2	INSWN	-3.951	-6.442	0.000	Signifikan
3	MOWN	-18.719	-6.679	0.000	Signifikan
4	AS	-1.336	-2.926	0.006	Signifikan
5	DP	1.421	4.540	0.000	Signifikan
6	P	-1.166	-0.841	0.353	Tidak signifikan
R			0.781		
R square (determinasi)			0.610		
F <sub>test</sub>			12.210		
Probabilitas			0.000 (p<0.05 = signifikan)		

Sumber: Data yang diolah, 2007

#### 4.4.1 Persamaan Kebijakan Hutang

Dari hasil analisis dapat diketahui nilai F hitung = 12.210 dengan probabilitas kurang dari 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel-variabel independen yang digunakan dalam persamaan ini dapat digunakan sebagai *instrument* penentu kebijakan hutang. Koefisien multiple korelasi antara variabel independen dengan variabel dependen dari persamaan regresi berganda adalah 0.781, ini berarti tingkat keeratan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen adalah sebesar 78.10%. Nilai R square = 0.610, menunjukkan bahwa perubahan kebijakan hutang perusahaan dapat dijelaskan oleh kepemilikan saham oleh manajemen, kepemilikan saham oleh institusi, sebagai variabel independen dan deviden, struktur asset dan profitabilitas sebagai variabel kontrol sebesar 61.00%, sedangkan sisanya sebesar 39.00% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dijelaskan didalam model yang digunakan.

#### **4.4.2 Kepemilikan Saham oleh Manajemen**

Pada tabel 4.7 menunjukkan koefisien regresi sebesar -18.719 yang berarti bahwa setiap kenaikan kepemilikan saham oleh manajemen sebesar 1%, maka kebijakan hutang akan turun sebesar 18.719% dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Tabel 4.7 juga menunjukkan nilai  $t_{hit} = -6.679$  dengan tingkat signifikansi dibawah 0.05.

Berdasarkan hasil uji hipotesis disimpulkan hipotesis alternatif H1: kepemilikan saham oleh manajemen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, diterima dan hipotesis 0: Kepemilikan saham oleh manajemen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, ditolak. Hal ini membuktikan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil uji hipotesis juga diketahui bahwa arah hubungan yang terjadi antara kepemilikan saham oleh manajemen dan kebijakan hutang adalah negatif. Arah hubungan yang negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh manajemen akan mengakibatkan semakin menurun tingkat hutang perusahaan.

#### **4.4.3 Kepemilikan Saham oleh Institusi**

Pada tabel 4.7, menunjukkan nilai  $t_{hit} = -6.442$  dengan tingkat signifikansi dibawah 0.05. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat disimpulkan bahwa

hipotesis alternatif H2: Kepemilikan saham oleh institusi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, diterima dan hipotesis 0: kepemilikan saham oleh institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, ditolak.

Arah hubungan yang terjadi antara kepemilikan saham oleh institusi dan kebijakan hutang adalah negatif. dapat dilihat bahwa koefisien regresi sebesar -3.951 yang menunjukkan bahwa setiap kenaikan kepemilikan saham oleh institusi sebesar 1%, maka kebijakan hutang akan turun sebesar 3.951% dengan asumsi variabel independen yang lain konstan.

#### **4.4.4 Variabel –variabel Kontrol**

##### **4.4.4.1 Deviden**

Tabel 4.7, menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar 4.540 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.000. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa H3: Deviden berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, diterima dan H0: Deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan ditolak. Arah hubung yang terjadi antara deviden dan kebijakan hutang perusahaan adalah positif. Hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan deviden akan meningkatkan hutang perusahaan. Koefisien regresi sebesar 1.421 menunjukkan bahwa setiap kenaikan deviden payment sebesar 1% akan meningkatkan tingkat hutang sebesar 1.421% dengan asumsi bahwa variabel yang lain adalah konstan.



#### 4.4.4.2 Struktur aset

Pada tabel 4.7 menunjukkan bahwa secara parsial struktur aset berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat dilihat pada nilai  $t_{hit} = -2.926$  dengan tingkat signifikansi dibawah 0.05. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, diketahui bahwa  $H_4$ : struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, diterima, dan  $H_0$ : struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, ditolak.  $T_{hitung}$  menunjukkan nilai yang negatif yang berarti arah hubungan antara struktur aset terhadap kebijakan hutang perusahaan adalah berlawanan atau negatif. Koefisien regresi sebesar -1.336 menunjukkan bahwa setiap kenaikan struktur aset sebesar 1%, maka kebijakan hutang akan turun sebesar 1.3366% dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Penemuan ini juga menunjukkan bahwa investor akan lebih mudah memberikan pinjaman hutang kepada perusahaan bila perusahaan memiliki jaminan yang lebih besar dengan struktur aktiva yang lebih fleksibel dan mudah untuk dicairkan.

#### 4.4.4.3 Profitabilitas

Pada tabel 4.7 dapat dilihat bahwa secara parsial profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat dilihat pada nilai  $t_{hit} = -0.841$  dengan tingkat signifikansi 0.353. Hasil pengujian menunjukkan bahwa  $H_5$ : profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, ditolak, dan  $H_0$ : Profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang diterima.

Koefisien regresi sebesar -1.166 menunjukkan bahwa setiap kenaikan profitabilitas sebesar 1%, maka kebijakan hutang akan turun sebesar 1.166% dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Semakin tinggi profitabilitas maka tingkat hutang perusahaan akan semakin rendah, atau sebaliknya. Pada tingkat profitabilitas yang rendah maka perusahaan akan membiayai operasional dengan hutang, sedangkan pada tingkat profitabilitas yang tinggi maka perusahaan akan mengurangi tingkat hutangnya terhadap pihak lain.

#### **4.5 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis**

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat disimpulkan bahwa, kepemilikan saham oleh manajemen, kepemilikan saham oleh institusi, deviden dan struktur asset terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Namun variabel profitabilitas perusahaan tidak terbukti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa variabel-variabel independen yang digunakan dalam persamaan ini dapat digunakan sebagai *instrument* penentu kebijakan hutang.

Koefisien multiple korelasi antara variabel independen dengan variabel dependen dari persamaan regresi berganda adalah 0.781, ini berarti tingkat keeratan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen adalah sebesar 78.10%. Nilai R square = 0.610, menunjukkan bahwa perubahan kebijakan hutang perusahaan dapat dijelaskan oleh kepemilikan saham oleh manajemen, kepemilikan saham oleh institusi, sebagai variabel independen dan deviden, struktur asset dan profitabilitas

sebagai variabel kontrol sebesar 61.00%, sedangkan sisanya sebesar 39.00% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dijelaskan didalam model yang digunakan.

Kepemilikan saham oleh manajemen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Arah hubungan yang terjadi antara kepemilikan saham oleh manajemen dan kebijakan hutang adalah negatif. Arah hubungan yang negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh manajemen akan mengakibatkan semakin menurun tingkat hutang perusahaan. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Jensen dan Mecklin (1976) yang menyatakan jika kepemilikan saham oleh manajemen semakin tinggi diperusahaan, maka manajer akan mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi biaya keagenan. Arah hubungan yang negatif dan hasil pengujian yang signifikan di atas juga menunjukkan bahwa hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Moh'd et all (1998), Jensen et all (1992) dan Bhatala et all (1994).

Berdasarkan hasil pengujian disimpulkan bahwa secara parsial kepemilikan saham oleh institusi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Arah hubungan yang terjadi antara kepemilikan saham oleh institusi dan kebijakan hutang adalah negatif. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Moh'd et all (1998 dan Bhatala et all (1994). Penemuan ini juga menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh institusional dapat digunakan sebagai alat untuk memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif, sehingga manajemen akan bekerja sesuai dengan kepentingan para pemegang saham.

Deviden berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Arah hubungan yang terjadi antara deviden dan kebijakan hutang perusahaan adalah positif. Hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan deviden akan meningkatkan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan ketidak konsistenan terhadap hasil penelitian oleh Moh'd et all (1998), Jensen et all (1992) yang menyatakan bahwa pembayaran deviden muncul sebagai pengganti hutang didalam struktur modal.

Struktur aset mempunyai pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang. Arah yang negatif antara struktur aset dan kebijakan hutang konsisten dengan hasil penelitian Moh'd et all (1998 dan Bhatala et all (1994). Penemuan ini juga menunjukkan bahwa investor akan lebih mudah memberikan pinjaman hutang kepada perusahaan bila perusahaan memiliki jaminan yang lebih besar dengan struktur aktiva yang lebih fleksibel dan mudah untuk dicairkan.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Meskipun tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, namun arah yang negatif antara profitabilitas dan kebijakan hutang konsisten dengan hasil penelitian Moh'd et all (1998 dan Bhatala et all (1994). Semakin tinggi profitabilitas maka tingkat hutang perusahaan akan semakin rendah, atau sebaliknya. Pada tingkat profitabilitas yang rendah maka perusahaan akan membiayai operasional dengan hutang, sedangkan pada tingkat profitabilitas yang tinggi maka perusahaan akan mengurangi tingkat hutangnya terhadap pihak lain.

## **BAB V**

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

#### **5.1 Kesimpulan**

Berdasarkan teori *agency*: struktur kepemilikan, kebijakan hutang, dan deviden merupakan unsur yang penting dalam mengatasi konflik keagenan. Kepentingan manajemen yang disejajarkan dengan kepentingan pemilik perusahaan akan menimbulkan adanya *agency conflict*. *Agency conflict* merupakan hal yang merugikan bagi pencapaian tujuan dari masing-masing pihak. Kondisi ini menuntut adanya suatu bentuk tindakan berupa suatu mekanisme yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan dari kedua pihak. Mekanisme ini akan menimbulkan adanya bentuk biaya baru yang disebut *agency cost*.

Perusahaan dalam mengatasi masalah yang berkaitan dengan masalah keagenan dapat dilakukan dengan cara menentukan kebijakan keuangan perusahaan yang memperhatikan struktur kepemilikan baik itu kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusi, dan faktor-faktor lain. Penentuan kebijakan keuangan yang tidak tepat akan menimbulkan adanya *agency conflict*.

Berdasarkan hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen, kepemilikan saham oleh institusi, deviden dan struktur asset berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Moh'd et all (1998), Jensen et all (1992) dan Bhatala et all (1994) yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen, kepemilikan saham

oleh institusi, deviden, dan struktur aset berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil pengujian juga menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Meskipun tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, namun arah yang negatif antara profitabilitas dan kebijakan hutang konsisten dengan hasil penelitian Moh'd et all (1998 dan Bhatala et all (1994).

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa dalam penentuan kebijakan pendanaan, maka perusahaan yang menjadi sampel telah menggunakan kombinasi antara kebijakan hutang dan modal sendiri, dengan mempertimbangkan kepemilikan saham oleh manajerial dan kepemilikan saham oleh institusional serta variabel kontrol struktur asset, deviden dan profitabilitas perusahaan. Dengan adanya keseimbangan pendanaan perusahaan melalui penggunaan hutang dan modal sendiri, maka dapat digunakan sebagai alat untuk meminimumkan biaya keagenan yang terjadi diperusahaan.

## **5.2 Keterbatasan dan Saran**

Penelitian ini memiliki keterbatasan antara lain, pemilihan sampel yang hanya terbatas pada laporan keuangan perusahaan manufaktur yang tergolong pada perusahaan textile/garments yang listing pada tahun 2001 – 2006. Periode pengamatan sampel yang pendek (2001-2006) tidak mampu menunjukkan adanya fluktuasi perubahan data yang terjadi. Maka dalam penelitian lebih lanjut disarankan

untuk melakukan penelitian pada dengan periode pengamatan yang lebih lama sehingga fluktuasi data dapat terlihat.

Pada periode pengamatan yang dilakukan dapat diketahui bahwa perusahaan kadang tidak konsisten untuk melaporkan kepemilikan saham oleh manajerial, misalnya pada suatu tahun perusahaan melaporkan prosentase kepemilikan saham oleh manajerial tetapi pada tahun berikutnya data tersebut tidak ada. Hal ini dapat digunakan dasar bagi penelitian yang akan datang untuk menambah sumber data primer yang diperoleh langsung dari perusahaan yang bersangkutan.

Dengan berdasar pada asumsi bahwa terdapat adanya keberagaman faktor yang mempengaruhi hasil penelitian tergantung pada jenis perusahaan yang digunakan sebagai sampel, maka diharapkan penelitian lebih lanjut dapat menggunakan sampel dari jenis perusahaan yang lain seperti perbankan dan industri jasa lainnya.

## DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. and G.Mandelker. 1987. "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions". *The Journal of Finance* 42, 823-837.
- Anis Chariri dan Imam Ghozali, 2003. *Teori Akuntansi Edisi Revisi*.
- Bathala, C.T., K.R. Moon, and R.P Rao. 1994. "Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings: An agency Perspective". *Financing Management*, Autumn 1994. 23, 38-50.
- Brigham, E. F dan L. C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition, New York: The Dryden Press.
- Carl R. Chen. And Thomas L. Steiner. 1999. "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Manajerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividen Policy". *The Financial Review*, 34, 119-136.
- Claire E. Crutchley. And Robert S. Hansen. 1989. "A Test of The Agency Thery of Managerial Ownership, Corporate, Leverage, and Corporate Dividends". *Financial Management*. Winter, 36-46.
- Claire E. Crutchley. Marlin R.H. Jensen. John S. Jahera, Jr., Jennie E. Raymond. 1999. "Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership". *International Review of Financial Analysis*. 177-197.
- De Angelo, H. and R. Masulis. 1980. "Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation". *Journal of Finance* 35. 453-464.
- Demsetz and K. lehn. 1985. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Polotical Economy* 88, 1155-1177.
- Easterbrook, F., 1984. "Two Agency-Cost Explanations of Devidends". *American Economic Review* 74, 650-659.
- Friend, I. and L. Lang,. 1988. "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure". *Journal of Finance* 43, 271-281.
- Grief. P. and E. Zychowicz. 1994. "Institutional Investors, Coporate Discipline, and The Role of Debt". *Journal of Economics and Business* 46. 1-11.



- Grossman, S. and O. Hart. 1982. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, in John McCall, ed., *The Economics of Information and Uncertainty*, (University of Chicago Press, Chicago, IL)
- Gujarati, DN.. 1995. *Basic Econometrics*. Third Edition. McGraw-Hill International Editions.
- Homaifar, G., J. Zietz. And Omar Benkato, 1994. "An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence". *Journal of Business Finance and Accounting* 21, 1-14.
- Jensen, M., 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M. and W. Meckling, 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economic* 3, 305-360.
- Jensen, G., D. Solberg, and T. Zorn. 1992. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividen Policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 247-263.
- Jogiyanto, 2004. "*Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*".
- Kim, W., and E. Sorensen. 1986. "Evidence on The Impact of The Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, 131-144.
- Myers. S. 1984. "The Capital Structure Puzzle". *Journal of Finance*. 39. 575-592.
- Myers. S. and N. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have". *Journal of Finance Economics*. 13. 187-221.
- Mehran, H. 1992. "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 539-560.
- Moh'd, M.A., L.G.Perry., and J.N. Rimbey. 1998. "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis". *Financial Review* 33, 85-99.
- Rozeff, M., 1982. "Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividen Payout Ratios". *Journal of Financial Research* 5,249-259.

- Shleifer, A. and R. Vishny. 1986. "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economics* 95, June, 461-488.
- Suharsimi A. 1998. *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktek*. Rineka Cipta, Jakarta.
- Theresia Tyas Listyani. 2003. *Kepemilikan Managerial, Kebijakan Hutang, dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional ( Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta )*. Tesis Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).
- Titman, S. and R. Wessels, 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice". *Journal of Financial* 43, 1-19.
- Wahidawati. *Pengaruh Kepemilikan Managerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency*. Simposium Nasional Akuntansi IV, 1084-1107.
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland. 1992. *Manajerial Finance 9<sup>th</sup> ed.*