

KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN HUTANG, DAN PENGARUHNYA TERHADAP KEPEMILIKAN SAHAM INSTITUSIONAL (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)

6

Theresia Tyas Listyani
Politeknik Negeri Semarang

1. Pendahuluan

1.1. Latar Belakang Permasalahan

Teori keagenan (*agency Theory*) telah menjadi basis penelitian yang kuat dalam disiplin ilmu akuntansi dan Keuangan. Studi dalam ilmu akuntansi memandang teori keagenan dapat menjelaskan bagaimana perilaku manajemen dalam memilih metode-metode akuntansi dalam pelaporan keuangan dan konsekuensi pemilihan metode tersebut bagi kesejahteraan pemilik dan pihak lain (*stakeholders*) yang memiliki keterkaitan dengan perusahaan. Dari sudut pandang manajemen keuangan, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau *stockholders* (Brigham, 1996). Untuk mencapai tujuan tersebut tidak sedikit pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional dan dikelompokkan sebagai *managerial* atau *insider*. Manajer yang diangkat oleh pemegang saham diharapkan akan bertindak yang terbaik bagi pemegang saham dengan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran pemegang saham dapat tercapai.

Penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan, oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Bathala et al. (1994), disebut sebagai pemisahan fungsi *decision making* dan *risk bearing*. Jensen dan Meckling menyatakan, dalam keadaan ini akan memunculkan perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Pemegang saham sebagai penyedia dan fasilitas untuk operasi perusahaan. Di lain pihak, manajer sebagai pengelola perusahaan akan menerima gaji dan berbagai bentuk kompensasi lainnya sehingga keputusan-keputusan yang diambil oleh manajer diharapkan yang terbaik bagi pemegang saham yaitu meningkatkan kemakmuran *stockholders* (para pemegang saham) melalui peningkatan nilai perusahaan.

Dalam kenyataannya tidak jarang tindakan manajer bukannya memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri. Keputusan-keputusan yang diambil cenderung untuk kepentingan manajer sendiri seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji. Kondisi ini akan mengakibatkan munculnya perbedaan kepentingan antara stockholder dengan pemegang saham yang disebut sebagai *agency conflict*.

Pertentangan kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyelaraskan kepentingan-kepentingan tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Ada beberapa pendekatan dapat dilakukan untuk mengurangi pertentangan antara agen dalam hal ini manajer dengan prinsipal dalam hal ini pemegang saham. Jensen & Meckling (1976), mengatakan perlu peningkatan kepemilikan manajerial dalam perusahaan sehingga manajer akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas tindakannya. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer akan memotivasi mereka untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal dan berusaha untuk menurunkan biaya keagenan atau *agency cost* yaitu *agency cost of debt* dan *agency cost of equity*.

Grossman dan Hart (1982), menganjurkan bahwa konflik keagenan dapat dikurangi dengan menggunakan hutang, karena penggunaan hutang akan mengikat perusahaan melalui pembayaran bunga dan cicilan secara periodik. Penggunaan hutang juga digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajer sehingga dapat menghindari investasi yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986).

Pendekatan diatas oleh para peneliti telah diterima secara luas untuk mengurangi *agency conflict*. Tetapi Grossman & Hart (1982), mengatakan bahwa tingkat kepemilikan manajerial dan hutang yang terlalu tinggi juga dapat berdampak buruk terhadap perusahaan. Tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi dapat menimbulkan masalah pertahanan artinya jika kepemilikan manajerial tinggi, mereka memiliki posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan pihak pemegang saham eksternal akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan manajer. Hal ini disebabkan karena manajer mempunyai hak voting yang besar atas kepemilikannya yang tinggi.

Untuk mengatasi kelemahan tersebut, Fama & Jensen (1983), Agrawal dan Mandeker (1990), menganjurkan pentingnya suatu mekanisme pengawasan dalam perusahaan. Salah satu mekanisme pengawasan tersebut dengan mengaktifkan monitoring melalui insvestor-insvestor institusional. Dengan kepemilikan institusional oleh perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun berupa kepemilikan lembaga lain seperti perusahaan-perusahaan akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Hal ini sesuai dengan yang diuraikan oleh Shleifer dan Vishny (1986), dan Coffe (1991), yang mengatakan bahwa kepemilikan institusional sangat berperan dalam mengawasi perilaku manajer khususnya dalam meningkatkan *take over* dan memaksa manajer untuk lebih berhati-hati mengambil keputusan yang opportunistik. Mereka menghubungkan perilaku kepemilikan institusional untuk mengambil alih tugas pengawasan terhadap manajer dan beranggapan bahwa keterlibatan mereka akan mampu meningkatkan nilai perusahaan khususnya bila terjadi *take-over*.

Secara empiris, pendapat tadi telah diuji oleh beberapa peneliti seperti Bathala, et al. (1994), yang menguji kepemilikan manajerial, kebijaksanaan hutang dan kepemilikan institusional. Dalam penelitian tersebut mereka berpendapat bahwa peningkatan kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar sehingga dapat menghalangi perilaku opportunistik manajer. Hasil penelitian mereka juga menunjukkan bahwa aktifitas institusional yang semakin tinggi dalam pengawasan dapat memaksa manajer untuk mengurangi hutang secara optimal sehingga dapat mengurangi konflik keagenan atas hutang (*Agency cost of debt*). Di pihak lain, fungsi kepemilikan manajerial menghilangkan konflik keagenan akan diganti oleh kepemilikan institusional dapat meningkatkan keterlibatan mereka secara aktif dalam pengawasan terhadap perilaku manajer, sehingga kepemilikan manajerial dapat dihilangkan.

Dengan mencermati penelitian tersebut, penulis bermaksud mereplikasi studi Bathala et al. (1994), dengan memfokuskan pada isu mekanisme pengawasan dengan kepemilikan institusional. Sebagai obyek penelitian difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk

tahun 1997 samapai dengan tahun 2000. Dasar pertimbangannya memfokuskan pada perusahaan manufaktur adalah harapan akan keseragaman kebijakan dalam struktur kepemilikan

1.2. Perumusan Masalah

Isu mekanisme pengawasan dengan kepemilikan institusional dalam rangka meminimalkan *agency cost* (biaya keagenan) merupakan fokus dari penelitian ini. Selanjutnya dari uraian tersebut diatas dapat dirumuskan dalam 2 bentuk pertanyaan yang akan menjadi pusat perhatian penelitian:

1. Apakah Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang ?
2. Apakah kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan managerial?

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan dari penelitian ini: pertama, untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Kedua untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap kepemilikan managerial pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah: Pertama, Sebagai tambahan pengetahuan bagi literatur manajemen, bisnis dan akuntansi mengenai struktur kepemilikan saham dan kebijaksanaan hutang yang berbasis teori keagenan. Kedua, sebagai pertimbangan bagi para investor dalam membuat keputusan investasi, khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui perilaku manajemen dalam perusahaan tersebut. Ketiga, sebagai informasi bagi manajemen perusahaan tentang teori keagenan dan aplikasinya yang akan diambil dalam meminimumkan biaya keagenan.

2. Tinjauan Pustaka dan Kerangka Pemikiran teoritis

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1. Teori Keagenan

Pada teori keagenan yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Untuk itu maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi sering ada konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan blaya pihak lain. Perilaku ini biasa disebut sebagai keterbatasan rasional (*Bounded rationality*) dan manajer cenderung tidak menyukai resiko (*risk averse*). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa problem agensi akan terjadi bila proporsi kepemilikan atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Jensen dan Mecking menyatakan bahwa kondisi diatas merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan. Manajemen tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan, resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (prinsipal). Oleh karena itu manajemen

cenderung melakukan pengeluaran bersifat konsumtif atau tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap resiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun sebaliknya lebih peduli pada resiko perusahaan secara keseluruhan. Ada 2 alasan yang mendasari menurut Fama (1980) adalah pertama, bagian substantif dari kekayaan mereka didalam spesifik *human capital* perusahaan, yang membuat non diversifiable. Kedua, manajer akan terancam reputasinya, demikian juga kemampuan menghasilkan earning perusahaan bila perusahaan menghadapi kebangkrutan.

2.1.2. Peran Kebijakan Hutang Dan Kepemilikan Manajerial Dalam Mengontrol Konflik-Konflik Agensi

Model agensi perusahaan menurut Jensen dan Meckling [JM] [1976], korporasi modern rentan terhadap konflik-konflik agensi yang muncul dari pemisahan fungsi-fungsi pengambilan keputusan dan penanggung resiko dalam perusahaan. Jensen & Meckling membuktikan bahwa manajer memiliki kecenderungan untuk terlibat dalam tindakan pengambilan keuntungan yang berlebihan dan perilaku-perilaku oportunistik lain karena mereka mendapat keuntungan penuh dari tindakan-tindakan tersebut tetapi hanya menanggung sedikit resiko dari yang seharusnya. Hal ini sebagai biaya ekuitas agensi serta menunjukkan bahwa hal ini dapat diminimalkan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dalam perusahaan, yang mana akan memaksa manajer untuk ikut menanggung konsekuensi-konsekuensi atas tindakan-tindakan mereka. Meskipun kepemilikan manajerial dalam perusahaan berfungsi untuk menyelaraskan kepentingan-kepentingan manajer dengan kepentingan-kepentingan para pemegang saham eksternal, namun besar investasi yang dapat dilakukan manajer dalam klaim-klaim residual perusahaan terbatas oleh kekayaan pribadi mereka dan pertimbangan-pertimbangan diversifikasi.

2.1.3. Hubungan Antara Hutang, Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional

Kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan kepemilikan saham institusional berguna untuk meminimalkan biaya-biaya agensi dalam perusahaan. Namun begitu mekanisme ini juga memiliki keterbatasannya sendiri. Kepemilikan saham umum manajerial yang berlebihan bisa menimbulkan pertentangan. Mekanisme voting dan pengambilalihan akan gagal jika manajemen memiliki kepentingan kontrol dalam perusahaan. Selain itu manajer juga tidak mau menginvestasikan terlalu banyak kekayaan pribadinya dalam perusahaan guna menghindari naiknya resiko nondiversifikasi atas kekayaan pribadi mereka. Pendanaan dengan hutang juga akan memperbesar resiko kebangkrutan perusahaan dan meningkatkan resiko kebangkrutan non-diversifikasi bagi manajer sendiri. Selain itu, masalah-masalah agensi seperti penggantian aset atau risk-shifting atau rendahnya investasi dapat diperparah dengan besar dana hutang. Bahkan kepemilikan saham institusional yang terlalu besar juga memiliki resiko yang terkait dengan hal ini.

Review Penelitian terdahulu

Agrawal dan Mandelker (1987) melakukan Penelitian dengan judul "*Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decision*". Tujuan penelitiannya adalah menguji hubungan antara saham dan opsi yang dipegang oleh manajer serta karakteristik dari keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan terutama perubahan dalam *return on asset*. Hasil penelitian menemukan bahwa ada hubungan positif antara *debt ratio* dan kepemilikan manajerial.

Friend and Lang (1988), meneliti dengan judul "*Empirical Test of Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure*", menguji apakah struktur modal (*debt ratio*) perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen.. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan negatif dengan *managerial ownership*.

Mehran (1992) melakukan penelitian dengan judul *Executive Incentives Plant, Corporate Control and Capital Structure*. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara prosentase saham yang dimiliki individual investor dengan rasio hutang dan institutional holdings memiliki hubungan yang signifikan dan negatif terhadap rasio hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen, et al. (1992) dengan judul "*Simultaneous Determinan of Insider Ownership, Debt dan Dividen Policies*" menguji hubungan antara *insider ownership*, *debt ratio* dan kebijaksanaan deviden. *Debt Ratio* merupakan fungsi dari *insider*, *dividend*, *business risk*, *profitability*, *R&D* dan *fixed asset*. Hasil penelitian menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan dengan rasio hutang. Moh'd, et al (1998) melakukan penelitian yang berjudul "*The Impact Of Ownership Structure an Corporate Debt Policy: A time-Series Cross-Sectional Analysis*". Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan beberapa variabel agensi lainnya mempunyai pengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap rasio hutang.

Bathala, et al. (1994), judul penelitiannya adalah "*Managerial Ownership, Debt Policy And Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective*". Tujuannya menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt ratio* dan *managerial ownership* dengan beberapa variabel kontrol. Jumlah sampel yang digunakan sebanyak 516 (setelah diseleksi dari 1000 perusahaan) untuk tahun 1988 dengan metode cross-sectional. Model analisis yang digunakan adalah *Two-Stage Least Square (2SLS)*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *earning volatility*, *research and development and advertising expenses*, *depreciation*, *growth*, *institutional ownership* dan *managerial ownership* memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt ratio*. Demikian juga untuk persamaan kedua *stock volatility*, *size*, *research and development and advertising expenses*, *institutional ownership* dan *debt ratio* memiliki hubungan yang negatif terhadap *managerial ownership*. Sedangkan *growth* memiliki hubungan yang positif terhadap *managerial ownership*.

Beberapa Variabel yang digunakan sebagai variabel kontrol.

Variabel kontrol dimaksudkan untuk melihat apakah dengan dimasukkannya variabel ini dalam suatu model, maka variabel independen utama yaitu kepemilikan institusional secara signifikan menjadi semakin tinggi sehingga dapat memperkecil error term. Variabel kontrol yang digunakan *Earning volatility*, *Growth*, *Stock Volatility*, dan *Total Asset*.

2.2. Hipotesis

Hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

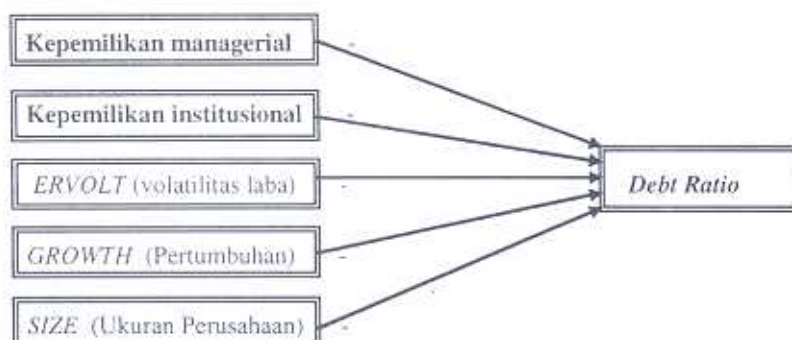
- H1: Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif secara signifikan terhadap rasio hutang
- H2: Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif secara signifikan terhadap kepemilikan manajerial

2.3. Kerangka Pemikiran teoritis

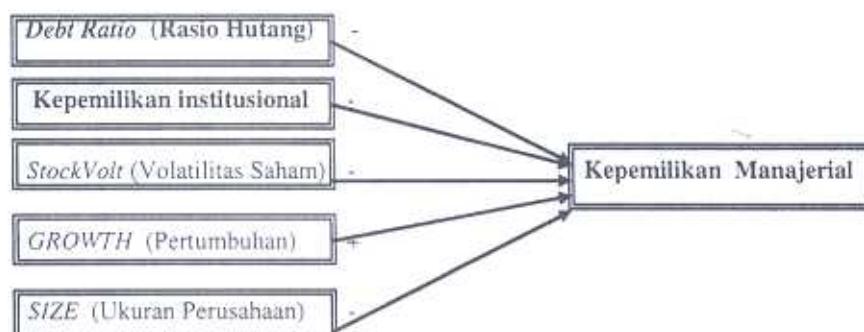
Dari telaah teoritis metodologi yang paling tepat untuk digunakan adalah pendekatan persamaan simultan. Model yang digunakan adalah model dua-persamaan dengan kepemilikan ekuitas manajerial dan rasio hutang sebagai variabel dependennya, rasio hutang ditampilkan sebagai regresor dalam persamaan kepemilikan manajerial dan sebaliknya.

Dari konsep yang ada diatas dapat dibuat kerangka pemikiran sbb:

Gambar 2.1
Skematis Kerangka Pemikiran Untuk Persamaan *Debt Ratio*



Gambar 2.2
Skematis Kerangka Pemikiran Untuk Persamaan Kepemilikan Manajerial



3. Metode Penelitian

3.1. Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi yang akan digunakan dalam penelitian ini terdiri dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Jakarta selama tiga tahun pengamatan, yakni tahun 1997, 1998, 1999 dan 2000, dengan pertimbangan dalam kondisi perekonomian yang tidak stabil karena terimbas krisis, apakah mekanisme pengawasan dilakukan oleh para investor dalam meminimumkan *agency conflict*. Penelitian ini hanya dibatasi pada perusahaan jenis manufaktur dengan alasan bahwa 307 perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta sampai dengan Desember 2000, nampak sekitar 57,65% adalah diisi industri manufaktur sedang sisanya diisi oleh industri lain.

3.2. Pengumpulan data

Periode data yang dikumpulkan untuk analisis adalah data cross-sectional periode 1997 hingga tahun 2000. Data yang dikumpulkan adalah data sekunder, yang diperoleh dari media cetak dan majalah maupun *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999, 2000 dan 2001. Data yang dipergunakan meliputi, managerial ownership, institusional ownership, long term debt, total asset, jumlah modal saham, harga saham yang diperoleh dari Laporan Keuangan Perusahaan.

Pengumpulan data dilakukan secara *pooling data (time-series cross-sectional)*. Pooling data dilakukan dengan cara menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria selama periode pengamatan. Dalam penelitian ini diperoleh data sebanyak 204 perusahaan, namun yang memenuhi kriteria sebagai sampel hanya 174 perusahaan dan selebihnya atau 30 perusahaan adalah outlier, karena tidak tersedia data mengenai return saham.

3.3. Identifikasi dan Operasionalisasi Variabel

3.3.1. Identifikasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio hutang (DR) dan kepemilikan manajerial (MOWN) yang merupakan variabel dependen, *Institutional Ownership* merupakan variabel penjelas utama yang menjadi pusat uji hipotesis. Penelitian ini juga menguji berbagai variabel penjelas tambahan yang berfungsi sebagai variabel kontrol.

3.3.2. Pengukuran Variabel

Pengukuran variabel-variabel yang dipergunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut:

3.3.2.1 Debt Ratio

Variabel ini diberi simbol (DR) sebagai proksi dari kebijaksanaan hutang perusahaan. *Debt Ratio* (DR) merupakan perbandingan antara hutang dengan *total asset*. Dalam penelitian ini, ukuran rasio hutang digunakan dengan membandingkan rata-rata nilai buku hutang jangka panjang selama tiga tahun dengan nilai rata-rata *total asset* perusahaan selama 3 tahun.

3.3.2.2. Managerial Ownership

Variabel ini diberi simbol (MOWN). Diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh manajerial. *Managerial Ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Variabel ini digunakan untuk mengetahui manfaat kepemilikan manajerial dalam mekanisme pengurangan *agency conflict*. Diharapkan bahwa dengan peningkatan kepemilikan manajerial, biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang (*agency cost of debt*) akan semakin menurun sehingga koefisien MOWN menghasilkan negatif terhadap rasio hutang.

3.3.2.3. Institutional ownership

Variabel ini diberi simbol INST yaitu proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun diukur dalam prosentase (%). Variabel ini menggambarkan tingkat kepemilikan saham institusional dalam perusahaan. Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku oportunistik manajer.

3.3.2.4. Growth

Variabel pertumbuhan ini diberi simbol *Growth*. Variabel ini dimaksudkan untuk mengukur pertumbuhan *total asset* selama 3 tahun. Tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menandakan keberhasilan perusahaan dalam menggalang lebih banyak sumber-sumber daya untuk perusahaan. Keberhasilan ini dapat dikaitkan dengan biaya ekuitas asimetri informasi yang lebih rendah (Myers dan Majluf, 1984), sehingga dapat menimbulkan opreferensi terhadap ekuitas dibandingkan dengan pendanaan hutang. Argumen ini menandakan bahwa variabel *Growth* memiliki koefisien negatif.

Tingkat pertumbuhan aset diukur dengan menggunakan metode Geometric Mean, (Jones, 1988) dengan rumus sebagai berikut:

$$G = \{(1 + TR_1)(1 + TR_2) \dots (1 + TR_n)^{1/n} - 1$$

Dimana :

G = tingkat pertumbuhan total asset (growth)

TR = *total asset* pada tahun t

Size (ukuran perusahaan)

Variabel *Size* sebagai proksi dari *total asset*. Untuk memperoleh nilai *Size*, pertama-tama dilakukan perhitungan terhadap rata-rata *total asset* selama 3 tahun dan kemudian dihitung log *total asset*. Dalam perusahaan besar, proporsi saham yang dimiliki manajer relatif kecil karena berbagai hambatan, seperti peningkatan kepemilikan institusional Bathala et al. (1994). Maka, variabel *Total asset* diharapkan memiliki koefisien yang negatif terhadap kepemilikan manajerial. *Earning Volatility*

Variabel ini diberi simbol ERNVOLT, diukur rasio standar deviasi pendapatan sebelum pajak dan bunga (*operating income*) terhadap aset total (OPROA) dengan skala *total asset* selama 3 tahun. ERNVOLT berfungsi untuk memperkirakan resiko usaha dan kemungkinan terjadinya kebangkrutan perusahaan. Bila perusahaan resiko bisnisnya tinggi akan memiliki rasio hutang yang rendah, maka variabel ERNVOLT mempunyai koefisien negatif terhadap rasio hutang.

Stock Volatility

Variabel ini diberi simbol STOCKVOLT. *Stock Volatility* merupakan standar deviasi return saham yang dihitung secara harian selama satu tahun. Bathala et al. (1996) mengatakan bahwa semakin tinggi volatilitas return saham, maka manajer akan enggan untuk melibatkan kekayaan pribadinya pada perusahaan karena akan mengurangi kesempatan diversifikasi kekayaan secara optimal. Atas dasar tersebut maka dikatakan bahwa *stock volatility* akan memiliki koefisien negatif terhadap kepemilikan managerial.

3.4 Metode Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

Metode yang digunakan dalam persamaan simultan ini adalah metode kuadrat terkecil dua tahap atau *Two-stage least squares* dengan menggunakan bantuan komputer program SPSS versi 10.0. Penggunaan model ini didasarkan atas studi Bathala et.al. (1994) yang mengatakan bahwa untuk menghindari korelasi antara error pada kedua persamaan, maka model two-stage least squares lebih tepat dibandingkan OLS (*Ordinary Least Squares*).

Untuk menguji hipotesis yang dirumuskan, persamaan struktural pertama diregres sehingga memperoleh persamaan baru yang direduksi (Gujarati, 1995). Persamaan tersebut diuraikan sebagai berikut :

$$DR = a_0 + a_1 ERNVOLT + a_2 SIZE + a_3 GROWTH + a_4 INSTL + a_5 MOWN^* + \mu^* \dots \dots \dots (1)$$

$$MOWN = b_0 + b_1 STKVOL + b_2 SIZE + b_3 GROWTH + b_4 INSTL + b_5 DR^* + \nu^* \dots \dots \dots (2)$$

Tahap pertama menghilangkan korelasi antara DR dengan ν , dimana ν adalah *error term* untuk persamaan kepemilikan managerial dengan meregres variabel *endogen* atas semua variabel yang ditetapkan dalam sistem, sehingga memperoleh persamaan baru sebagai berikut :

$$DR = \pi_{10} + \pi_{11} ERNVOLT + \pi_{12} GROWTH + \pi_{13} SIZE + \pi_{14} INSTL + \pi_{15} INSIDER + e_{11} \dots \dots \dots (3)$$

$$MOWN = \pi_{20} + \pi_{21} STOCKVOL + \pi_{22} GROWTH + \pi_{23} SIZE + \pi_{24} INSTL + \pi_{25} DR + e_{21} \dots \dots \dots (4)$$

Tahap kedua menggantikan y_1 dan y_2 dalam hal ini adalah DR dan MOWN dalam struktural awal dengan nilai taksiran nya dari dua regresi pada persamaan (3) dan (4) sehingga persamaan berikutnya menjadi :

$$DR = a_0 + a_1 ERNVOL + a_2 TA + a_3 GROWTH + a_4 INSTL + a_5 MOWN + a_6 MOWN^* + \mu^* \dots \dots \dots (5)$$

$$MOWN = b_0 + b_1 STKVOL + b_2 TA + b_3 GROWTH + b_4 INSTL + b_5 DR + b_6 DR^* + \nu^* \dots \dots \dots (6)$$

Hasil regresi persamaan (5) dan (6) akan menunjukkan nilai yang telah direduksi yaitu nilai persamaan *two-stage least squares*. Berdasarkan hasil persamaan *two-stage least squares* dapat dirumuskan keputusan penerimaan atau penolakan terhadap hipotesis.

3.6. Pengujian Asumsi Klasik

Agar model regresi yang diperoleh memberikan hasil regresi yang baik (BLUE = *Best Linier Unbiased Estimator*), maka model tersebut perlu diuji asumsi dasar klasik metode kuadrat terkecil (OLS). Model regresi dikatakan BLUE apabila tidak terdapat: autokorelasi, multikolinieritas, heteroskedastisitas, maupun asumsi normalitas. Untuk asumsi normalitas data tidak diuji mengingat data yang diambil berdasarkan *purposive sampling*, sedangkan uji normalitas lebih cocok digunakan pada sampel yang dipilih secara acak (*random*).

4. Hasil dan Pembahasan

4.1 Gambaran Umum Sampel

Sampel penelitian adalah laporan keuangan perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1997 sampai dengan tahun 2000. Perusahaan yang dipilih adalah perusahaan yang selama periode pengamatan memiliki data tentang kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, *Long term Debt*, *Aset Total*, *Operating Income* tiga tahun sebelumnya dan memiliki data *stock return*.

Dalam penelitian ini diperoleh data perusahaan sebanyak 204 yang memenuhi kriteria memiliki data laporan keuangan yang dimaksud diatas, yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory. Namun dari 204 perusahaan tersebut tidak semuanya memiliki data *return saham harian* yang diambil dari Database UGM. Setelah di seleksi tinggal 174 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel.

4.1. Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum menganalisis data dengan menggunakan model persamaan Two-Stage Least Square maka dilakukan terlebih dahulu pengujian asumsi klasik untuk mendapatkan data penaksir tak-bias linier terbaik (BLUE). Pengujian yang dilakukan diantaranya uji multikolinieritas, Autokorelasi dan Heteroskedastisitas menggunakan program komputer SPSS versi 10.0.

4.1.1. Uji Multikolinieritas

Pengujian terhadap multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang serius antara sesama variabel bebas (*independen*) yang digunakan dalam model persamaan regresi. Untuk mendeteksi, maka digunakan cara dengan melihat nilai dari Indicator of Variance Inflation Factor (VIF). Untuk persamaan hutang berkisar antara 1,017 hingga 1,376 dan untuk persamaan kepemilikan manajerial berkisar 1,004 hingga 1,123 yang berarti tidak melebihi nilai *cut off* yang umum dipakai yaitu 10 (Imam Ghozali, 2001) yang berarti pula tidak ada multikolinieritas antara variabel bebas dalam model regresi tersebut.

4.1.2. Uji Autokorelasi

Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Untuk mendeteksi digunakan uji Durbin-Watson, dengan menentukan terlebih dahulu nilai kritis dL dan dU . Berdasarkan untuk 2 persamaan regresi masing-masing jumlah observasi 174 dan variabel bebas 5 dengan derajat kepercayaan 5% maka diperoleh $dL = 1,57$ dan $dU = 1,78$ kemudian $4-dU = 2,22$ dan $4-dL = 2,43$. Dari estimasi pada persamaan hutang diperoleh nilai Durbin-Watson (DW) 1,943 dan untuk persamaan Kepemilikan Managerial nilai DW 1,915. Oleh karena kedua persamaan tersebut nilai DW terletak diantara dU dan $4-dU$, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi (perhitungan ada pada lampiran).

4.1.3. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda maka disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas. Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser, dengan cara meregres nilai absolut residual pada variabel bebas (Gujarati, 1995).

Tabel 4.4
Hasil Uji Heteroskedastisitas Menggunakan Uji Glejser
Untuk Persamaan Hutang

Persamaan Uji Glejser untuk persamaan hutang						
$ DR = 0.043 + 0.0307INTL - 0.0804MOWN - 0.375GROWTH + 0.0076SIZE - 0.1580$ $ERVOLT$						
t-hitung	(0.269)	(0.668)	(-1.035)	(-1.190)	(0.733)	(-1.069)
sig.	(0.788)	(0.505)	(0.302)	(0.236)	(0.464)	(0.101)

Dari hasil regresi yang telah dilakukan yang tersaji dalam tabel 4.4, dapat diketahui bahwa semua variabel tidak ada yang signifikan sehingga dapat disimpulkan tidak ada heteroskedastisitas dalam model persamaan regresi ini.

Tabel 4.5
Hasil Uji Heteroskedastisitas Menggunakan Uji Glejser

Persamaan Uji Glejser untuk persamaan Kepemilikan Manajerial						
$MOWN = 0.558 - 0.180 INTL - 0.252 GROWTH + 0.0243 SIZE - 0.0438 STOKVOLT - 0.0176 DR$						
t-hitung	(-7.378)	(-8.971)	(-1.596)	(-4.662)	(-1.172)	(-0.738)
sig.	(0.000)	(0.000)	(0.112)	(0.000)	(0.243)	(0.461)

Untuk Persamaan Kepemilikan Manajerial
Keterangan: * signifikan pada $\alpha = 1\%$

Hasil dari regresi untuk persamaan manajerial bahwa ada dua variabel yang signifikan yaitu institusional / *INSTL* (t hitung = -8.971; signifikansi 0.000) dan size (t hitung = -4.662; signifikansi 0.000), sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang diusulkan mengandung heteroskedastisitas. Untuk menghilangkan heteroskedastisitas dalam model regresi, maka akan dilakukan tindakan perbaikan dengan cara regresi yang menggunakan pembobotan, yaitu dengan membagi model regresi dengan salah satu variabel bebas yang digunakan dalam model tersebut (Imam Ghazali, 2001).

Tabel 4.6
Hasil Perbaikan Heteroskedastisitas Menggunakan Uji Glejser
Untuk Persamaan Kepemilikan Manajerial

Persamaan Uji Glejser untuk persamaan Kepemilikan Manajerial						
$MOWN = 0.096 - 0.069 INTL + 0.048 GRFIT + 0.013 SIZEFIT + 0.005 STOCKFIT + 0.103 DRFIT$						
t-hitung	(-0.448)	(-0.279)	(0.152)	(0.425)	(0.034)	(1.227)
sig.	(0.626)	(0.780)	(0.880)	(0.136)	(0.973)	(0.222)

Keterangan: * signifikan pada $\alpha = 1\%$

Dari hasil regresi ini, variabel yang ada dalam model tidak ada satupun yang signifikan sehingga dapat disimpulkan dengan adanya upaya perbaikan ini model menjadi lebih baik dan data terbebas dari heteroskedastisitas sehingga dapat dilakukan analisis data lebih lanjut.

4.4. Pengujian Two-Stage Least Square (Persamaan Simultan Dua Tahap)

Analisis data akan dilakukan dengan menggunakan model *two-stage least square*, metode ini digunakan untuk melihat pengaruh kepemilikan institusional dengan beberapa variabel kontrol terhadap debt ratio dan kepemilikan manajerial. Pengujian ini menggunakan komputer program SPSS 10.0. Hasil Pengujian ada pada tabel 4.9 dan tabel 4.10 berikut ini:

Tabel. 4.9
Hasil Uji Two-Stage Least Square untuk Persamaan Rasio Hutang

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
INSTITUS	-14.171618	.411848	-16.435053	-34.410	.0000
GROWTH	-9.873016	.342625	-1.493524	-28.816	.0000
SIZE	-1.141597	.035041	-5.384331	-32.579	.0000
EARNING	-.053672	.053114	-.026820	-1.010	.3137
FIT_2 (MOWN)	-48.219671	1.401290	-17.546115	-34.411	.0000
(Constant)	26.813397	.792187		33.847	.0000
Multiple R	.94035				
R Square	.88426				
F =	256.70671		Signif F =	.0000	

Sumber : data yang diolah, 2002

Tabel. 4.10
Hasil Uji Two-Stage Least Square untuk Persamaan Kepemilikan Manajerial

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
GRFIT	2.595539	.243550	.301650	10.657	.0000
SIZEFIT	-.210666	.009887	-5.925404	-21.307	.0000
INSTITUS	-6.762252	.336862	-1.610035	-20.074	.0000
STOCKFIT	.046354	.111357	.014163	.416	.6777
FIT_2 (DR)	8.380328	.348518	5.405828	24.046	.0000
(Constant)	6.151030	.303409		20.273	.0000
Multiple R	.93932				
R Square	.88232				
F =	251.93181		Signif F =	.0000	

Sumber : data yang diolah

4.5.1. Persamaan Rasio Hutang (*Debt Ratio*)

Dari hasil pengujian terhadap persamaan rasio hutang menunjukkan *Multiple R* sebesar 0.94035, artinya secara bersama-sama, kepemilikan institusional dan variabel earning volatility, size, growth, managerial ownership memiliki keeratan hubungan dengan debt ratio sebesar 94,035%. Selanjutnya nilai *R square* diperoleh sebesar 0,88426. Angka ini menunjukkan bahwa variasi di dalam variabel dependen dalam hal ini adalah debt ratio hanya mampu dijelaskan oleh variabel bebas seperti *ervolt*, growth, size, institusional ownership dan managerial ownership sebesar 88,426%. Dari hasil ini diperoleh gambaran bahwa masih ada variabel diluar model yang layak dipertimbangkan untuk menentukan kebijaksanaan hutang dalam rangka teori keagenan. Sedangkan *F*-hitung sebesar 256,70671 dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 0.05. Ini menunjukkan bahwa secara simultan semua variabel bebas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang untuk perusahaan – perusahaan yang

dijadikan sampel penelitian. Dengan kata lain variabel independen yang dimasukkan dalam penelitian ini dapat digunakan sebagai instrumen penentu dalam kebijakan hutang untuk meminimumkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang (agency cost debt). Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil studi Bathala, et al. (1994) dan Binsar Sihombing(2000).

Pengaruh Secara Parsial variabel *Earning Volatility* menunjukkan bahwa hasilnya tidak signifikan untuk variabel *Earning Volatility* namun menghasilkan tanda negatif. Hasil ini menggambarkan bahwa standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak tidak mempunyai pengaruh dengan rasio hutang. Hal ini bertentangan dengan hasil temuan Bathala et.al (1996) dan Wahidahwati (2001) yang signifikan, meskipun arah koefisiennya konsisten. Namun dari studi dari Flath dan Knoebr (1990), Ferry dan Jones (1979), dan Kester(1986) menemukan hubungan yang tidak signifikan antara *earning volatility* terhadap kebijakan utang. Sedangkan variabel yang lain seperti *Size*, *Growth*, Kepemilikan manajerial, Kepemilikan Institusional mempunyai pengaruh signifikan terhadap rasio hutang dengan arah koefisien sesuai dengan harapan. Variabel utama Kepemilikan institusional digunakan untuk menjawab hipotesis, berdasarkan hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama terbukti dapat diterima yaitu kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *debt ratio*.

Hasil ini membuktikan bahwa kehadiran institusional investor pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian di Bursa Efek Jakarta dapat digunakan sebagai alat monitoring dalam rangka meminimumkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang. Hal ini konsisten dengan penelitian Mehran (1992), Bathala, et al. (1994), Moh'd, et al (1998), Binsar Sitompul (2000) dan Wahidahwati (2001).

4.5.2. Persamaan Kepemilikan Manajerial

Berdasarkan hasil pengujian terhadap persamaan manajerial menunjukkan *Multiple R* sebesar 0.93932, yang berarti bahwa secara bersama-sama, kepemilikan institusional dan variabel kontrol lainnya seperti *stock volatility*, *size*, *growth* dan *debt ratio* memiliki keeratan hubungan dengan kepemilikan manajerial sebesar 93,932%.

Sedangkan *R square* sebesar 0.88232. Hal ini menunjukkan bahwa variasi didalam variabel dependen hanya mampu dijelaskan oleh variabel independen yakni *stock volatility*, *growth*, *size*, *institutional ownership* dan *debt ratio* sebesar 88.232%. Dengan kata lain bahwa 88,232% perubahan didalam kepemilikan manajerial pada industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta mampu dijelaskan oleh kepemilikan hutang dan variabel kontrolnya, sedangkan sisanya sebesar 11,677% dijelaskan oleh faktor lain diluar model ini.

Hasil perhitungan dari persamaan kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa secara parsial *stock volatility* tidak berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial dan arah koefisiennya regresinya dalam penelitian ini bertentangan dengan teori dan hasil penelitian Bathala et al. (1996) dan Binsar Sihombing (2000), yang menyatakan bahwa menemukan bahwa para manajer dan direktur perusahaan akan enggan melibatkan kekayaan pribadinya dalam perusahaan karena akan mengurangi kesempatan diversifikasi kekayaan secara optimal. Permasalahan non diversifikasi akan menjadi semakin besar bila volatilitas return saham perusahaan semakin meningkat.

Secara parsial variabel *size*, *growth*, *debt ratio* dan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kepemilikan manajerial. Karena kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kepemilikan hutang maka Berdasarkan hasil penelitian diatas maka dapat disimpulkan bahwa Hipotesis kedua dapat diterima, yaitu kepemilikan institusional berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Penelitian ini mendukung penelitian Bathala et al. (1994) dan Moh'd et al (1998), yang menemukan bahwa peningkatan kepemilikan institusional akan menggantikan peranan kepemilikan manajerial dan hutang dalam rangka meminimumkan biaya keagenan dalam perusahaan. Kehadiran investor institusional merupakan agen pengawas (*monitoring agent*) yang efektif untuk mengendalikan perilaku opportunistik manajer sehingga mengurangi konflik keagenan.

5. Penutup

5.1. Simpulan

Pada pengujian parsial pada persamaan hutang ini variabel yang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan adalah *size*, *growth* dan kepemilikan manajerial sedangkan variabel independen seperti *earn-ing volatility*, tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijaksanaan hutang. Variabel utama yaitu kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang. Hasil ini membuktikan bahwa hipotesis pertama diterima, artinya ada pengaruh yang signifikan antara kepemilikan institusional terhadap kebijaksanaan hutang. Hal ini mencerminkan bahwa kehadiran kepemilikan institusional pada perusahaan yang dijadikan sebagai dalam penelitian dapat digunakan sebagai suatu mekanisme pengawasan untuk meminimumkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang. Hasil ini mendukung pendapat yang menyatakan bahwa peningkatan investor institusional dapat mengurangi hutang perusahaan dalam rangka meminimumkan biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*).

Pada pengujian parsial pada persamaan kepemilikan manajerial ini, variabel independen seperti *size*, *growth* dan rasio hutang, mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijaksanaan hutang, namun arah koefisien positif untuk rasio hutang bertentangan dengan harapan seharusnya negatif, namun konsisten dengan penelitian Mehran (1992). Sedangkan variabel *Stock volatility*, mempunyai tidak mempunyai pengaruh yang signifikan. Variabel utama yaitu kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap rasio hutang Hasil ini menjawab hipotesis kedua bahwa hipotesis kedua diterima. Ini mencerminkan bahwa kehadiran investor institusional pada perusahaan perusahaan sampel penelitian dapat menggantikan peranan manajer dalam meminimumkan konflik keagenan. Hasil ini mendukung pendapat yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional semakin tinggi dapat berperan sebagai monitoring agen yang efektif untuk mengurangi konflik keagenan.

5.2. Keterbatasan dan Implikasi Hasil Penelitian

Dari hasil pengujian data tidak semua variabel independen secara parsial berpengaruh terhadap kebijaksanaan hutang maupun kepemilikan manajerial hal ini kemungkinan disebabkan antara lain : pertama, periode pengamatan pada saat terjadi krisis sehingga laporan keuangan belum mencerminkan keadaan yang sebenarnya karena adanya faktor pengganggu yakni selisih kurs yang akan berpengaruh besar terhadap biaya operasional dan akan mempengaruhi pula kemampuan untuk memperoleh laba dan kemampuan membayar hutang. Kedua, jumlah sampel yang diperoleh lebih sedikit dibandingkan dengan peneliti terdahulu (Penelitian Bathala, et al. 1994) yang mengambil sampel seluruh sektor industri, sebanyak 1000 perusahaan setelah diseleksi yang menjadi 521 perusahaan sedangkan pada penelitian ini dibatasi hanya perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Jakarta dan jumlah sampel sebesar 174 perusahaan.

Peneliti menyadari adanya beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, sehingga pada penelitian yang akan datang, penelitian ini dapat dikembangkan diperbaiki antara lain dengan: pertama, memperluas sampel penelitian tidak hanya pada perusahaan manufaktur tetapi juga perusahaan industri jasa. Kedua, dengan memasukkan variabel tambahan yang layak dipertimbangkan dalam teori keagenan misalnya deviden, profitabilitas, biaya riset dan pengembangan, depresiasi dan lain sebagainya.

Meskipun penelitian ini banyak keterbatasan namun hasil penelitian ini dapat menunjukkan bahwa kehadiran investor institusional pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta cukup efektif digunakan sebagai alat mekanisme monitoring terhadap perilaku oportunistik manajer perusahaan. Dengan demikian kehadiran investor institusional sebagai alat pengawasan yang efektif terhadap tindakan manajemen perusahaan dan nantinya diharapkan manajemen bekerja untuk kepentingan pemegang saham. Dengan demikian akan meminimumkan biaya keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. and G. Mandelker (1987), Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decision, *Journal of Finance* 42: 823-837.
- Bathala, C.T., K.R. Moon, and R.P. Rao (1994), Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective, *Financial Management*, Autumn 94, 23: 38-50.
- Binsar Sihombing. 2000. *Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Dan Kepemilikan Insider: Dalam Konteks Teori Keagenan*, Tesis Program Magister Sains Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta. (tidak dipublikasikan).
- Brigham, E.F. and I.C. Gapenski (1996), *Intermediate Financial Management*, Fifth edition, the Dryden Press, New York.
- Claire E. Crutchley and Robert S. Hansen (1989), A test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends, *Financial Management*, Winter/1989, 36-45
- De Angelo, H. and R. Masulis (1980), Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal taxation, *Journal of Finance* 35: 435-464.
- Easterbrook, F (1984), Two Agency Cost Explanation of Dividends, *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
- Gujarati, D.N., (1995), *Basic Econometrics*, Third Edition, McGraw-Hill International Editions.
- Institute for Economic and Financial Research, (1997), *Indonesian Capital Market Directory*, Eighth Edition
- _____ (1998), *Indonesian Capital Market Directory*, Ninth Edition
- _____ (1999), *Indonesian Capital Market Directory*, Tenth Edition
- _____ (2000), *Indonesian Capital Market Directory*, Eleventh Edition

- Institute for Economic and Financial Research, (2001), *Indonesian Capital Market Directory*, Twelfth Edition
- Jensen, M. (1986), Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Overs, *American Economic Review* 76, 323-329.
- _____ and W. Meckling (1976), Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Finance Economics* 3: 305-360.
- Kim, W. and E. Sorenson (1986), Evidence on impact the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 21: 131-144.
- Adler Haymans Manurung, Menggugat Transparansi Emiten Indonesia, *Kompas (Minggu)*, 21 Juli 2002: 30
- Masulis, R. (1988), *The Debt Equity Choice*, Cambridge, MA : Ballinger
- Mehran, H. (1992), Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27: 539-560.
- Myers, S and N. Majluf (1984), Corporate Financing and Investment decision When Firm Have Information Investors Do Not Have, *Journal of Finance Economics* 13: 187-221.
- 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*, August, Vol. 33: 85-99.
- Rozeeff, M. (1982), Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research* 5: 249-259.
- Saunders, A., Estrock., and N.G. Travis (1990), Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking, *Journal of finance* 45, No.2: 643-653.
- Syafruddin, M, and Haryani, *Dampak Ketidakpastian Lingkungan Pada Hubungan Kepemilikan dan Kinerja Organisasi*. Simposium Nasional Akuntansi IV, Agustus: 663-680.
- Titman, S. and R. Wessels. (1988), The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance* 43: 1-19.
- Wahidahwati, *Pengaruh Kepemilikan Managerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency*, Simposium Nasional Akuntansi IV, Agustus: 1034-1107.
- Watts, R.L. (1977), Corporate Financial Statement, A Product of Market and Political Processes, *Australian Journal of Management*, September 1977: 131.