

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

TESIS

**Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Akuntansi
Universitas Diponegoro
untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi**



Diajukan oleh

**Nama : Theresia Tyas Listyani
NIM : C4C000175**

**KEPADA
PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS AKUNTANSI
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2002**

UPT-PUSTAK-UNDIP

Tesis berjudul

**KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN HUTANG,
DAN PENGARUHNYA TERHADAP
KEPEMILIKAN SAHAM INSTITUSIONAL**

yang telah dipersiapkan dan disusun oleh

Theresia Tyas Listyani

telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 2 Oktober 2002

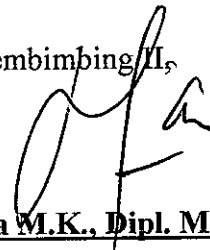
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Dosen Pembimbing I,



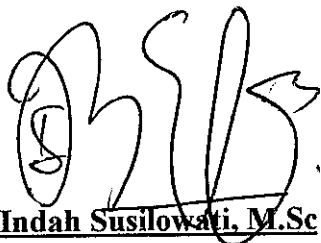
Drs. M. Kholiq Mahfud, M.Si.

Dosen Pembimbing II,

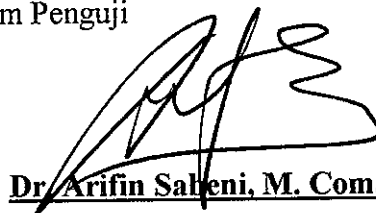


Dra. Johanna M.K., Dipl. M. Ec.

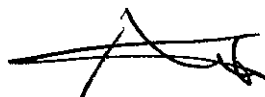
Anggota Tim Penguji



Dr. Indah Susilowati, M.Sc



Dr. Arifin Saheni, M. Com, Hons, Ak.



Drs. Rahardja, MSi, Ak.

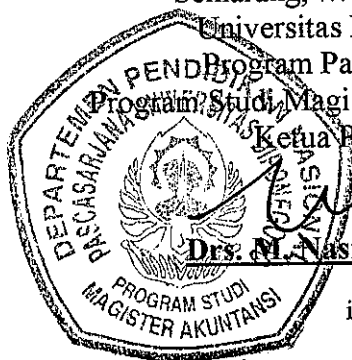
Semarang,

Universitas Diponegoro

Program Pasca Sarjana

Program Studi Magister Sains Akuntansi

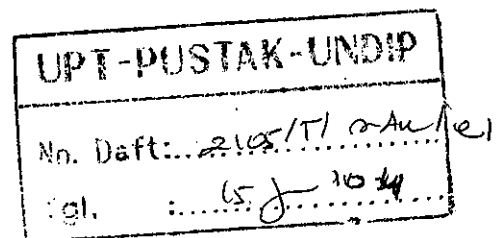
Ketua Program



Drs. M. Nasir, M.Si, Ak.

"Dengan diri kami sendiri tidak sanggup memperhitungkan sesuatu seolah-olah pekerjaan kami sendiri; tidak, kesanggupan kami adalah pekerjaan Allah"

(11 Korintus 3: 5)



Saya persembahkan karya ini untuk yang tercinta:

Ibunda A. Ari Pamungkasih Saptono

Kakanda Albertus Supranoto

Ananda Chatarina Krisna Pramudita

Ananda Agnes Nindya Puspita

ABSTRAKSI

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial. Penelitian ini merupakan replikasi atas hasil studi yang dilakukan oleh Bathala et al. (1994), yang menyatakan bahwa *institutional ownership* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *debt ratio* dan *managerial ownership* dalam rangka meminimumkan konflik keagenan (*agency conflict*).

Penelitian ini difokuskan pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk tahun 1997-2000. Pengumpulan data dilakukan secara pooling dan diperoleh sampel sebanyak 174 perusahaan-tahun. Untuk menguji hipotesis digunakan metode kuadrat terkecil dua tahap (*two-stage least squares*).

Hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang dan kepemilikan manajerial. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran kepemilikan institusional dapat menggantikan hutang dan kepemilikan manajerial dalam rangka meminimumkan biaya keagenan. Berdasarkan hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa penelitian ini mendukung penelitian Bathala, et al. (1994) yaitu kehadiran investor institusional dipandang sebagai agen monitoring yang efektif untuk mengawasi tindakan manajer yang bersifat oportunistik sehingga dapat mengurangi biaya keagenan.

Kata kunci: Teori keagenan, biaya keagenan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, hutang dan metode kuadrat terkecil dua tahap.

ABSTRACT

The purpose of this research is to test the effect of institutional ownership to corporate debt policy and managerial ownership in context of agency theory. This research is based on previous research by Bathala, et al. (1994), which found that institutional ownership influenced the debt ratio and managerial ownership in order to minimize the agency conflict.

The research is focused on manufacture company listed in Jakarta Stock Exchange for period of 1997 on 2000. The method of data collection is done by using pooling method and give 174 firm-year observations. This research we use the two-stage least squares method to test hypothesis.

The result of this research shows that institutional ownership have the negative and significant effect to the debt ratio and insider ownership. The result reflect that institutional ownership may replace debt and insider ownership in order minimize the agency cost. Based on those result, it can be concluded that this research study by Bathala, et al. (1994), which found that institutional investors can be shown an opportunistic effective monitoring agent that can minimize the agency cost.

Keyword: Agency theory, agency cost, institutional ownership, debt, managerial ownership and two-stage least squares.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur saya panjatkan kehadirat Allah Yang Maha Esa karena atas karunia dan rahmatNya, dengan segala kesulitan dan cobaan Engkau membukakan jalan bagi saya, sehingga saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis merupakan salah satu syarat dalam menyelesaikan studi Magister Akuntansi pada Program Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro Semarangini, dapat terselesaikan.

Terselesainya tesis ini tentu saja lepas dari bantuan, bimbingan, dari berbagai pihak. oleh karena itu, pada kesempatan ini saya ingin mengucapkan terima kasih yang tak terhingga kepada yang terhormat:

1. Bapak Drs. M. Kholiq Mahfud, Msi. selaku dosen Pembimbing Ketua yang telah berkenan meluangkan waktu memberikan arahan dan bimbingan sejak dari awal hingga terselesainya tesis ini.
2. Ibu Dra Johanna Maria K., Dipl., M.Ec. selaku pembimbing anggota yang telah berkenan meluangkan waktu untuk membimbing, memberi masukan dan arahan sejak dari awal hingga terselesainya tesis ini.
3. Rektor Universitas Diponegoro, Direktur Program Pasca Sarjana dan Ketua Pengelola Program Studi Magister Sains Akuntansi.
4. Segenap Pimpinan Politeknik Negeri Semarang dan rekan dosen, yang telah memberikan fasilitas dan kemudahan prasarana terhadap studi lanjut dan penulisan tesis ini.

5. Ibundaku yang selalu memberikan dorongan, semangat dan bantuan moril maupun material untuk menyelesaikan tesis ini.
6. Suami dan anak-anakku yang memberikan semangat dan doa pada saat saya putus asa sehingga tesis ini dapat terselesaikan.
7. Keluarga Besar Paulus Saptono Wiroatmodjo (Alm), yang telah memberikan dukungan, semangat dan fasilitas hingga selesainya studi dan tesis ini.
8. Nurchayati Sumarno, Sri Murtini, Nurmala Ahmar dan Indira Januarti yang telah memberikan bantuan dan dorongan dalam menyelesaikan tesis ini.
9. Terakhir kepada semua pihak yang tidak dapat kami sebutkan satu persatu, yang telah memberikan dorongan, bantuan, dan bimbingan dalam menyelesaikan tesis ini .

Saya menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini tidak luput dari kesalahan baik dalam penyajian, materi, pembahasan dan lainnya. Untuk itu saran kritik yang membangun sangat kami harapkan untuk perbaikan dimasa yang akan datang. Semoga tesis ini dapat memberikan sumbangan bagi pengembangan ilmu pengetahuan dan bermanfaat bagi yang membutuhkan.

Semarang, September 2002
Penulis

Theresia Tyas Listyani

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Halaman Persembahan	iii
Abstraksi	iv
<i>Abstract</i>	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel.....	xi
Daftar Gambar	xii
Daftar Lampiran	xiii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan dan Manfaat.....	7
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS.....	9
2.1. Telaah Pustaka.....	9
2.1.1. Teori Keagenan	9
2.1.2. Peran Hutang dan Kepemilikan Managerial Dalam mengontrol Konflik-konflik Keagenan	11
2.1.3. Hubungan Antara Hutang, Kepemilikan Managerial dan Kepemilikan Institusional	12
2.2. Review Penelitian Terdahulu.....	14
2.2.1. Beberapa penelitian terdahulu mengenai Variabel Kontrol yang digunakan dalam penelitian	17
2.3. Hipotesis	22
2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis	23

BAB III METODE PENELITIAN	26
3.1. Populasi dan penentuan sampel	27
3.2. Pengumpulan Data	27
3.3. Identifikasi dan Operasionalisasi Variabel	29
3.3.1. Identifikasi Variabel	29
3.3.2. Pengukuran Variabel	29
3.4. Perumusan Model	33
3.5. Metoda Analisis dan Pengujian Hipotesis	34
3.6. Pengujian Asumsi Klasik	37
BAB IV. HASIL DAN PEMBAHASAN	40
4.1. Gambaran Umum Sampel.....	40
4.2. Gambaran Umum Variabel.....	41
4.2.1. Kepemilikan Manajerial.....	42
4.2.2. Kepemilikan Institusional.....	43
4.2.3. <i>Debt Ratio</i> (Kebijaksanaan Hutang).....	44
4.2.4. <i>Stock Volatility</i>	44
4.2.5. <i>Growth</i> (Pertumbuhan).....	45
4.2.6. <i>Earning Volatility</i>	46
4.2.7. <i>Size</i> (Ukuran Perusahaan).....	46
4.3. Pengujian Asumsi Klasik.....	47
4.3.1. Uji Multikolinieritas.....	47
4.3.2. Uji Autokorelasi.....	48
4.3.3. Uji Heteroskedastisitas.....	49
4.4. Pengujian Two-Stage Least Square.....	51
4.4.1. Hasil Pengujian Two-Stage Least Square Persamaan Rasio Hutang	55
4.4.2. Hasil Pengujian Two-Stage Least Square Persamaan Kepemilikan Manajerial	56

4.5. Pembahasan dan Pengujian Hipotesis.....	57
4.5.1. Persamaan Rasio Hutang	58
4.5.1.1. Pengaruh secara Simultan.....	58
4.5.1.2. Pengaruh Secara Parsial.....	59
4.5.2. Persamaan Kepemilikan Manajerial.....	62
4.5.1.1. Pengaruh secara Simultan.....	63
4.5.1.2. Pengaruh Secara Parsial.....	65
BAB. V PENUTUP.....	69
5.1. Simpulan.....	69
5.2. Keterbatasan dan Implikasi Hasil Penelitian.....	71
DAFTAR PUSTAKA	72

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1. Review Penelitian Terdahulu	22
Tabel 3.1. Jumlah Perusahaan Industri Manufaktur Sebagai Sampel Penelitian	28
Tabel 4.1. Data Sampel Perusahaan	41
Tabel 4.2. Hasil Statistik Deskriptif	42
Tabel 4.3. Hasil Uji Multikolinieritas	47
Tabel 4.4. Hasil Heteroskedastisitas Menggunakan Uji Glejser Untuk Persamaan Hutang	49
Tabel 4.5. Hasil Heteroskedastisitas Menggunakan Uji Glejser Untuk Persamaan Kepemilikan Manajerial	49
Tabel 4.6. Hasil Perbaikan Heteroskedastisitas Menggunakan Uji Glejser Untuk Persamaan Kepemilikan Manajerial	50
Tabel 4.7. Hasil Regresi Tahap Pertama Untuk Persamaan Rasio Hutang	52
Tabel 4.8. Hasil Regresi Tahap Pertama Untuk Persamaan Kepemilikan Manajerial	53
Tabel 4.9. Hasil Uji Two-Stage Least Square Untuk Persamaan Rasio Hutang	55
Tabel 4.10. Hasil Uji Two-Stage Least Square Untuk Persamaan Kepemilikan Manajerial	56
Tabel 4.11. Rangkuman Hasil Regresi Dengan Two-Stage Least Square ...	57

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Skema Kerangka Pemikiran Untuk	
Persamaan Debt Ratio	25
Gambar 2.2. Skema Kerangka Pemikiran Untuk	
Persamaan Kepemilikan Manajerial	25

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
A. Daftar Perusahaan Yang Menjadi Sampel Penelitian	74
B. Hasil Statistik Deskriptif	78
C. Hasil Pengujian Asumsi Klasik	79
D. Hasil Regresi Uji Glejser	83
E. Hasil Pengujian dengan Two-stage Least Squares	88

BAB I

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 beating*. 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. Di sisi lain, Friend, et al. (1988) dan Bathala, et al. (1994), mengatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi akan meningkatkan resiko hutang non diversifiabel. Ini dapat terjadi karena manajer cenderung memilih proyek yang lebih beresiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Untuk membiayai proyek tersebut, manajer memilih pembiayaan melalui hutang. Dengan kebijaksanaan tersebut, mereka dapat mengalihkan penanggung

resiko kepada pihak kreditor apabila proyek gagal. Sedangkan bila proyek berakhir, pemegang saham akan mendapat hasil residu karena para pemegang hutang atau kreditor hanya akan dibayar sebesar tertentu yaitu berupa bunga. Di sisi lain, penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan resiko kebangkrutan (Bathala et al. 1994).

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 *takeover*.

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 kan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik 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.

Lebih lanjut, Bathala et al. (1994), mengatakan bahwa peningkatan aktivitas kepemilikan institusional dalam pengawasan terhadap manajer akan meningkatkan akuntabilitas manajerial. Kondisi yang demikian ini disebutkan sebagai suatu mekanisme pengawasan dalam mengurangi konflik keagenan, karena kepemilikan institusional mempunyai kemampuan untuk mengatur tingkat kepemilikan manajerial dan dapat memaksa manajer untuk menentukan penggunaan hutang yang lebih optimal sehingga *agency cost* dapat diminimumkan. Dalam penelitiannya, mereka mengelompokkan kepemilikan manajerial sebagai variabel dependen dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen dengan beberapa variabel control, yaitu: *earning volatility*, *R&D and advertising expenses*, *Growth*, *stock return volatility* dan *total asset*. Hasilnya menunjukkan bahwa hutang dan kepemilikan manajerial berhubungan secara terbalik dengan kepemilikan

institusional. Artinya, kepemilikan institusional yang meningkat akan mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) atas hutang dan kepemilikan manajerial.

Dengan mencermati penelitian tersebut, penulis bermaksud mereplikasi studi Bathala et al. (1994), dengan memfokuskan pada isu mekanisme pengawasan dengan kepemilikan institusional. Penelitian ini ingin menguji apakah kepemilikan institusional mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijaksanaan hutang dan kepemilikan manajerial dalam rangka mengurangi biaya keagenan. Sebagai obyek penelitian difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk tahun 1997 sampai 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. Bathala et al. (1994) menyatakan bahwa kebutuhan akan hutang dan kepemilikan manajerial guna mengurangi masalah masalah keagenan dapat digantikan dengan kepemilikan institusional. Agrawal dan Mandelker (1990) menyatakan bahwa investor institusional memiliki peranan penting dalam melakukan pengawasan di perusahaan. Investor institusional melakukan mekanisme pengawasan dikarenakan mereka memiliki investasi ekuitas yang cukup besar di perusahaan, sehingga mereka memiliki dorongan untuk mengawasi perilaku manajer dan keterlibatan

mereka akan mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan (Sheifer dan Vishny, 1986).

Selanjutnya dari uraian tersebut diatas apakah fenomena ini juga terjadi di pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Maka dalam penelitian ini dibuat 2 bentuk pertanyaan yang akan menjadi pusat perhatian penelitian:

1. Apakah Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta?
2. Apakah kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan managerial?

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
2. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur di Burs Efek Jakarta.

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

1. Sebagai tambahan pengetahuan bagi literatur manajemen, bisnis dan akuntansi mengenai struktur kepemilikan saham dan kebijaksanaan hutang yang berbasis teori keagenan.

2. Sebagai pertimbangan bagi para investor dalam membuat keputusan investasi, khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui perilaku manajemen dalam perusahaan tersebut.
3. Sebagai informasi bagi manajemen perusahaan tentang teori keagenan dan aplikasinya yang akan diambil dalam meminimumkan biaya keagenan.

BAB II

TELAAH TEORI DAN HIPOTESIS

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 biaya 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 Meckling 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.

Hubungan keagenan akan menimbulkan *cost* bagi prinsipal, yang didefinisikan sebagai jumlah dari: Pertama, pengeluaran atas pengamatan yang menyita perhatian prinsipal dalam rangka mengawasi tindakan agen (seperti biaya pengukuran atas tindakan agen dan *cost* dalam rangka kebijakan pengadaan kompensasi). Kedua, pengeluaran atas adanya perikatan kontrak dengan agen. Ketiga, sisa kerugian. Sisa kerugian merupakan perbedaan tindakan yang diambil oleh agen dan prinsipal dalam atas perikatan kontrak dan pengamatan. (Watts, 1977, dalam Endang Kiswara 2000).

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 penanggungans 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.

Literatur keagenan menuliskan bahwa hutang juga berguna untuk meminimalkan konflik-konflik agensi. Menurut Jensen [1986], karena hutang “mengikat” perusahaan untuk mengadakan pembayaran-pembayaran secara periodik, maka hutang akan mengurangi kontrol yang dimiliki manajer atas arus kas perusahaan serta mengurangi

dorongan mereka untuk terlibat dalam tindakan-tindakan non-optimal. Grosman & Hart [1982] juga berpendapat bahwa keberadaan hutang mendorong manajer untuk mengambil lebih sedikit keuntungan dan menjadi lebih efisien guna menghindari terjadinya kebangkrutan serta hilangnya kontrol dan reputasi. Akan tetapi, tingkat hutang yang terlalu tinggi akan membuat perusahaan menanggung biaya hutang agensi, terutama dalam bentuk *risk shifting incentive*. Pada dasarnya maksud dari *risk shifting* ini adalah dengan meningkatkan hutang maka para pemegang saham akan berkecenderungan untuk memilih proyek-proyek yang lebih beresiko. Dengan menyetujui proyek-proyek yang lebih beresiko, mereka dapat membayar debt holder secara lebih cepat dan mendapat keuntungan residual jika proyek-proyeknya berhasil. Akan tetapi, jika proyeknya gagal, maka bond holder akan menanggung kerugian resiko yang lebih tinggi. Imbal balik antara biaya ekuitas eksternal agensi dengan hutang menghasilkan jumlah hutang dan kepemilikan manajerial yang optimal dalam perusahaan. Singkatnya, model agensi menunjukkan bahwa hutang dan kepemilikan manajerial dapat mengurangi biaya-biaya agensi perusahaan dan menaikkan nilai perusahaan.

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. Ada yang berpendapat bahwa kepemilikan institusional akan meningkatkan volatilitas harga saham.

Dengan berbagai keuntungan dan kekurangan mekanisme-mekanisme diatas, manajer diharapkan dapat mengoptimalkan pemanfaatan mekanisme tersebut agar biaya agensi total dalam perusahaan dapat diminimalkan. Meskipun manajer tidak memiliki monitoring penuh atas saham umum institusional, namun manajer dapat mengatur tingkatan-tingkatan kepemilikan ekuitas internal dan tingkat pendanaan hutang. Dari argumen-argumen diatas dapat disimpulkan bahwa, sejalan dengan meningkatnya kepemilikan institusional dan pengawasan yang terkait, akan lebih optimal bagi perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang dan kepemilikan manajerial yang lebih rendah guna mengontrol konflik-konflik agensi dalam perusahaan.

2.2. 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*. tujuan lainnya adalah menguji hubungan antara saham yang dipegang manajer dan keputusan pendanaan perusahaan. Hasil penelitian tersebut adalah jumlah saham yang dimiliki manajerial pada perusahaan yang varian returnnya meningkat lebih besar dari pada varian yang returnnya lebih rendah. Hasil penelitian juga menemukan bahwa ada hubungan positif antara *debt ratio* dan kepemilikan manajerial. Dari hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajerial lebih besar pada perusahaan yang *debt equity ratio*-nya meningkat dibandingkan dengan saham yang dimiliki manajer yang *debt equity ratio*-nya menurun. Penelitian ini juga mendukung hipotesis bahwa saham dan opsi yang dimiliki oleh eksekutif di dalam perusahaan mempunyai peranan untuk mengurangi *agency problem*.

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. Dalam penelitian tersebut, variabel dependen adalah *debt ratio* sedangkan variabel independen adalah *standart deviation of earning, log of total asset, market value of equity, managerial ownership, non managerial stockholder, ratio of net property, plant*

and equipment dengan *book asset*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan negatif dengan *managerial ownership*. Ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring meningkatnya kepemilikan didalam perusahaan.

Mehran (1992) melakukan penelitian dengan judul *Executive Incentives Plant, Corporate Control and Capital Structure*. Penelitian tersebut menganalisis hubungan struktur modal perusahaan dengan *executive insentive plans, managerial equity investment, Control of board directors, major shareholder*. Variabel yang digunakan adalah *managers equity, outside board members, individual investors, institutional insvestor, growth opportunities, collateral value of asset* dan *bussines risk*. 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 "*Stimultaneous Determinan of Insider Ownership, Debt dan Deviden 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. Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan manajemen dapat menyejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan.

Moh'd, et all (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 all. (1994), judul penelitiannya adalah “ *Managerial Ownership, Debt Plicy And Impact of Instituonal 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 tahun1988 dengan metode cross-sectional. Model analisis yang digunakan adalah *Two-Stage Least Square (2SLS)*. Variabel yang digunakan untuk persamaan pertama adalah *debt ratio* sebagai dependen variabel sedangkan variabel independen terdiri dari *earning volatility, research and development and advertising expenses, depreciation, growth, institusional ownership* dan *managerial ownwership*. Untuk persamaan kedua, *managerial ownership* sebagai variabel dependen sedangkan variabel independen adalah *stock volatility , size, research and development and advertising expenses, growth, institusional ownership* dan *debt ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *earning volatility, research and development and advertising expenses, depreciation, growth, institusional ownership* dan *managerial ownwership* memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt ratio*. Demikian juga untuk persamaan kedua *stock volatility , size, research and development and advertising expenses, institusional ownership* dan *debt ratio* memiliki hubungan yang negatif

terhadap *managerial ownership*. Sedangkan *growth* memiliki hubungan yang positif terhadap *managerial ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa, peningkatan kepemilikan institusional merupakan *monitoring agent* yang efektif untuk mengurangi *agency conflict* dalam perusahaan, karena kehadirannya dapat mengurangi kebutuhan akan konsentrasi kepemilikan managerial dan pembiayaan hutang dalam mengontrol *agency conflict*.

2.2.1 Beberapa Variabel yang digunakan sebagai variabel kontrol.

Variabel kontrol dimaksudkan untuk melihat apakah dengan dimasukkannya variabel ini dalam suatu model, tujuan dimasukkannya variabel kontrol dalam penelitian ini adalah untuk menghindari munculnya *counfounding efek*. Variabel kontrol dipilih berdasarkan penelitian-penelitian empiris dan teoritis yang menyelidiki masalah kepemilikan manajerial (Crutchley & Hansen, 1989 dalam Bathala, 1994) dan faktor-faktor penentu struktur hutang (Titman & Wessels, 1988 dalam Bathala, 1994). Dalam penelitian ini variabel kontrol yang digunakan adalah sebagai berikut : Untuk persamaan pertama digunakan *earning volatility*, *size*, *growth*, dan kepemilikan manajerial. Sedangkan untuk persamaan kedua menggunakan variabel kontrol sebagai berikut: *stock volatility*, *size*, *growth* dan *debt ratio*. Dua variabel kontrol dari Bathala et al. (1994) tidak dimasukkan berhubung tidak tersedia data tersebut pada Indonesian *Capital Market Directory*.

2.2.1.1. Earning volatility

Earning Volatility, berdasarkan studi Bradley, et al. (1984) ditemukan bahwa *earning volatility* memiliki hubungan negatif dengan rasio hutang. Hal ini konsisten dengan penelitian Bathala, et.al. (1994) yang menemukan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara *earning volatility* atau standart deviasi laba sebelum bunga dan pajak dengan ratio hutang. Ini menunjukkan bahwa *earning volatility* yang semakin tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan yang tidak lain merupakan biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*).

2.2.1.2. Growth

Bathala, et al. (1994) dan Jensen, et al. (1992) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan yang negatif dengan rasio hutang. Selanjutnya Titman & Wessels (1988) menyatakan tingkat pertumbuhan yang tinggi mengindikasikan fleksibilitas yang lebih besar dalam investasi di masa mendatang. Tingkat pertumbuhan yang tinggi dapat dilihat sebagai profitabilitas dan sukses perusahaan dalam memberdayakan sumber perusahaan. Disisi lain, hal tersebut juga diasosiasikan dengan biaya informasi asimetri yang lebih rendah sehingga lebih menyukai ekuitas dibandingkan hutang dalam pendanaan. Atas dasar tersebut, Titman dan Wessel (1988) mengisyaratkan koefisien negatif untuk variabel *growth* terhadap rasio hutang.

Brigman dan Gapenski (1996), menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dan dari sumber eksternal. Untuk memenuhi kebutuhan dana dari luar, perusahaan dihadapkan pada pertimbangan sumber dana yang lebih murah. Dalam hal ini penerbitan surat hutang lebih disukai

dibanding dengan mengeluarkan saham baru karena biaya emisi saham baru lebih besar dari biaya hutang. Dengan demikian, pendapat ini menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang sehingga memiliki hubungan yang positif dengan rasio hutang.

Myers (1977) dalam Bathala (1994) menyatakan perusahaan dengan intangible asset yang lebih besar cenderung menggunakan hutang yang lebih kecil untuk mengurangi agency cost. Senada dengan ini, Moh'd, et al. (1998) dan Mehran (1992) menemukan bahwa variabel growth memiliki pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap rasio hutang.

Munculnya perbedaan di atas terutama disebabkan karena sudut pandang yang berbeda. Brigham dan Gapenski (1996), menekankan dari sumber pendanaan yang lebih murah atau biaya yang lebih rendah. Bila dipandang dari sudut sumber pendanaan yang lebih murah, maka ada kecenderungan pendapat tersebut lebih tepat digunakan karena salah satu pertimbangan dalam pemilihan struktur pendanaan adalah faktor biaya modal yang lebih rendah sehingga diharapkan menghasilkan total biaya yang lebih kecil. Sedangkan pendapat lainnya menekankan pada biaya keagenan. Penggunaan hutang yang lebih rendah maka dapat memperkecil biaya kebangkrutan.

Dari sisi lain, pertumbuhan total asset menghasilkan pengaruh yang positif terhadap insider ownership. Artinya, pertumbuhan total asset mengisyaratkan bahwa pihak insider akan tertarik menginvestasikan kekayaannya dalam perusahaan. Hal ini

dimungkinkan karena adanya keuntungan informasional yang dimiliki oleh manajer tentang prospek pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang (Bathala et al., 1994)

2.2.1.3. Size

Pada penelitian Bathala,dkk, (1994) terdahulu menunjukkan variabel size memiliki hubungan negatif terhadap kepemilikan managerial. mereka menyatakan bahwa kepemilikan managerial di perusahaan kecil lebih besar dibandingkan pada perusahaan besar. Bila perusahaan makin besar jumlah saham yang dimiliki manajer semakin sedikit karena keterbatasan kekayaan pribadi mereka, dan masalah diversifikasi.

Disisi lain, ukuran perusahaan menjadi salah satu instrumen yang digunakan dalam pemberian hutang oleh kreditor kepada perusahaan. ukuran perusahaan digunakan sebagai jaminan atas hutang-hutang perusahaan. Dengan demikian, semakin besar ukuran perusahaan, maka penggunaan hutang cenderung akan semakin meningkat sehingga dikatakan ada hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan rasio hutang. Hasil penelitian Moh'd et al. (1998) menemukan hal sama yaitu *firm size* memiliki hubungan yang positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap rasio hutang.

2.2.1.4. Stock Volatility

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa modal manusia akan berkaitan dengan perusahaan (Bathala, et.al. 1994). Manajer akan enggan untuk melibatkan kekayaan pribadinya pada perusahaan karena akan mengurangi kesempatan diversifikasi kekayaan secara optimal. Masalah diversifikasi ini akan semakin besar bila

volatilitas saham semakin tinggi, sehingga dapat dikatakan volatilitas saham memiliki koefisien negatif terhadap *insider ownership*.

Untuk lebih jelasnya hasil-hasil penelitian terdahulu diatas dapat dilihat pada tabel 2.1. berikut ini:

Tabel 2.1
Review Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Variabel	Model Analisis	Skala	Hasil
1.	Agrawal et al. (1987)	<i>Incentive, Common stock, security holding of manager, stock option, ROA dan Debt ratio.,</i>	Uji beda	<i>Ratio</i>	Hasil penelitian tersebut adalah kepemilikan manajerial pada perusahaan yang varian returnnya meningkat lebih besar dari pada varian returnnya lebih rendah. Hasil ini menyatakan bahwa antara debt ratio dan kepemilikan manajerial ada hubungan positif.
2.	Friend 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>Ratio</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa debt ratio mempunyai hubungan negatif dengan manajerial owner ship. Ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang berkurang seiring meningkatnya kepemilikan manajerial.
3.	Jensen, Solberg, dan Zorn (1992)	<i>Insider ownership, Business risk, profitability, R&D, Fix Assets, Debt Ratio.</i>	<i>Three Stage Least Squares</i>	<i>Ratio</i>	Hasil riset ini adalah terdapat hubungan yang negatif antara prosentase kepemilikan dengan rasio hutang.

4.	Bathala, Moon, dan Rao (1996)	<i>Debt Ratio, Earning Volt., Depreciation, RDAD, Growth, Stock Volt., Total Asset, Managerial ownership, Inst. Investor.</i>	<i>Two Stage Least Squares</i>	<i>Ratio</i>	Kepemilikan manajerial, Earning Volatility, RDAD, growth dan institusional ownership memiliki hubungan negatif terhadap Debt Ratio.
5.	Moh'd, Perry dan Rimbey (1998).	<i>Debt Ratio, Insider Ownership, institute. Investor, dividend, growth, firm size, asset structure, asset risk, profitability, tax rate, non-debt tax shield, uniqueness of firm.</i>	<i>A Time-series Coss-Sectional Regression Analysis (TSCS)</i>	<i>Ratio</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan beberapa variabel agensi lainnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang secara bersama-sama.

Penelitian ini menyelidiki pengaruh kepemilikan saham institusional pada pendanaan lewat hutang dan kepemilikan manajerial. Karena ketiganya mewakili tiga mekanisme alternatif untuk meminimalkan masalah masalah keagenan. Diperkirakan kebutuhan akan hutang dan kepemilikan manajerial dapat mengurangi masalah-masalah keagenan dapat digantikan dengan meningkatkan kepemilikan saham institusional. Penelitian ini akan diselidiki secara empiris melalui dua persamaan regresi simultan dengan hutang dan kepemilikan manajerial sebagai variabel endogennya. Kepemilikan saham institusional dianggap bersifat eksogen karena diluar kontrol manajemen, akan tetapi keberadaanya akan menimbulkan pengaruh terbalik terhadap hutang dan kepemilikan manajerial. Penelitian ini juga memasukkan variabel kontrol yang tujuannya untuk menghindari counfounding efek. Variabel kontrol dipilih berdasarkan penelitian-penelitian empiris dan teoritis yang menyelidiki faktor-faktor penentu struktur hutang perusahaan. Variabel-variabel kontrol yang digunakan disini diambil dari penelitian

dengan model struktur hutang yang diestimasi oleh Moh'd et.al. (1996) dan Bathala et al. (1994) Untuk persamaan struktur hutang, variabel-variabel penjelasnya meliputi *earning volatility*, *size*, pertumbuhan. Sedangkan untuk persamaan struktur kepemilikan variabel kontrol yang digunakan meliputi pertumbuhan, *stock volatility* dan *size*.

2.3. Hipotesis

Shleifer dan Vishney (1986) menyatakan bahwa *large Shareholder* mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku *insider*. Dengan konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham besar seperti institutional investor dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi take over. Peningkatan kepemilikan institusional akan menggantikan kepemilikan insider dan hutang dalam rangka meminimumkan konflik keagenan dalam perusahaan. Sesuai dengan penelitian Moh'd, dkk (1998) yang menemukan bahwa *institutional shareholdings* memiliki hubungan yang signifikan dan negatif terhadap *debt ratio*. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Bathala, dkk (1994) yang mengatakan bahwa peningkatan kepemilikan institusional dapat menciptakan pengawasan yang lebih efektif dalam mengendalikan oportunistik *insider*. Disisi lain, kehadiran kepemilikan institusional dapat menggantikan hutang dan kepemilikan *insider*. Disisi lain, kehadiran kepemilikan institusional dapat menggantikan hutang dan kepemilikan *insider* untuk mengurangi biaya keagenan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H1: Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif secara signifikan terhadap rasio hutang

H2: Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif secara signifikan terhadap kepemilikan manajerial

2.4. 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. Disamping itu, rasio hutang juga ditampilkan sebagai regresor dalam persamaan kepemilikan manajerial dan sebaliknya. Jadi, rasio hutang dan kepemilikan manajerial ditentukan secara simultan, karena menyesuaikan dengan pendapat bahwa hutang dan kepemilikan manajerial adalah aspek-aspek integral pengambilan keputusan manajerial dalam lingkup agensi.

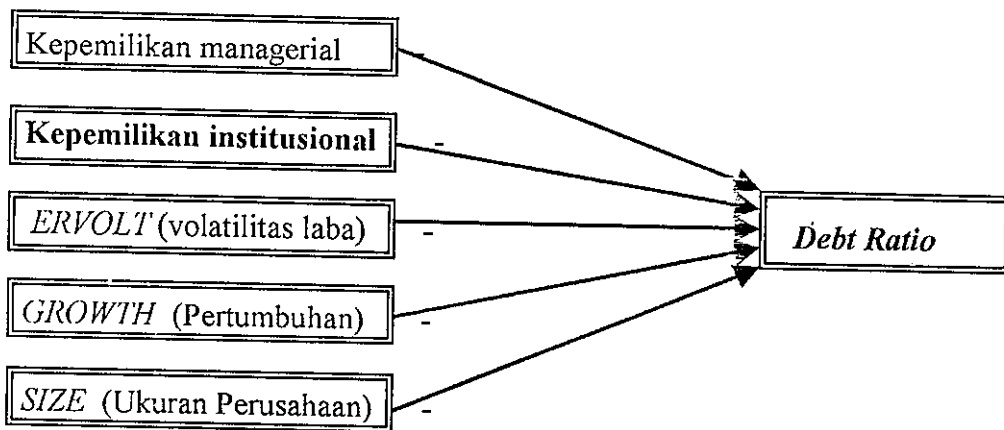
Kepemilikan institusional dimasukkan sebagai variabel penjelasan di kedua persamaan, disamping beberapa variabel kontrol lain seperti *earning volatility*, *stock volatility*, *growth* dan *size*. Kepemilikan institusional dinyatakan sebagai variabel eksogen karena mereka berada diluar perusahaan – bukan merupakan variabel keputusan manajemen. Manajer dianggap memiliki kontrol atas tingkat hutang dan kepemilikan ekuitas manajerial dalam perusahaan; akan tetapi, manajer tidak dapat memutuskan tingkat kepemilikan ekuitas institusionalnya. Berdasarkan argumen daya substitutif,

kepemilikan institusional seharusnya memiliki koefisien negatif dalam persamaan hutang dan kepemilikan manajerial.

Dari konsep yang ada diatas dapat dibuat kerangka pemikiran sebagai berikut:

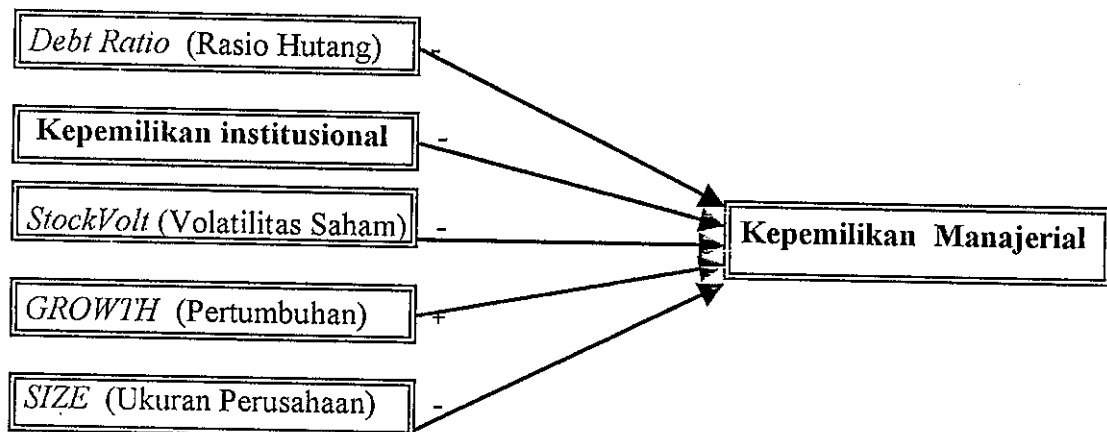
Gambar 2.1

Skematis Kerangka Pemikiran Untuk Persamaan *Debt Ratio*



Gambar 2.2

Skematis Kerangka Pemikiran Untuk Persamaan Kepemilikan Manajerial



UPT-PUSTAK-UNDIP

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi adalah seluruh elemen yang dapat digunakan untuk membuat kesimpulan. (Emory, 1995:2000). Elemen disini dimaksudkan adalah subyek dimana pengukuran tersebut dilakukan. Besarnya populasi yang akan digunakan dalam suatu penelitian tergantung pada jangkauan kesimpulan yang akan dibuat.

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 tahun 1977 sampai dengan Desember 2000, nampak sekitar 57,65% adalah diisi industri manufaktur sedang sisanya diisi oleh industri lain.

Emory dan Cooper (1995) mengatakan bahwa sampel adalah bagian dari seluruh populasi yang dipilih secara hati-hati untuk mewakili populasi tersebut. Sample yang baik adalah yang valid. Validitas ini tergantung pada tingkat keakuratan (*accuracy*) dan ketelitian dalam penaksiran (*precision of estimate*). Dalam penelitian

ini pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan tipe judgment sampling. Pada Penelitian ini kriteria yang diperlukan dalam penarikan sampel adalah:

1. Perusahaan dari jenis industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1997 hingga 2000
2. Perusahaan tersebut memiliki pemisahan kepemilikan saham yang dimiliki oleh managerial ownership maupun oleh institusional investor.
3. Perusahaan tersebut memiliki data tentang hutang, return saham, laba(rugi), dan total asset selama empat tahun pengamatan.

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)*. Metode ini digunakan karena tidak sebanding dengan jumlah sampel dalam penelitian Bathala et al. (1994). Dalam penelitian, Bathala mampu memperoleh sampel sebanyak 516 perusahaan dari berbagai sektor industri. Keunggulan pengumpulan data secara *pooling data* adalah kemungkinan

diperolehnya jumlah sample yang lebih besar. Jumlah sample yang lebih banyak diharapkan bisa meningkatkan *power of test* penelitian ini.

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 dikeluarkan dari sampel, karena tidak tersedia data mengenai return saham. Nama-nama perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian bisa dilihat dilampiran 1. sedangkan ringkasan perusahaan yang termasuk dalam sampel berdasarkan tahun perolehan dapat dilihat pada tabel 3.1 berikut ini.

Tabel 3.1
Jumlah Perusahaan Industri Manufaktur Sebagai Sampel Penelitian
(berdasarkan tahun perolehan)

Tahun	Jumlah Perusahaan
1997	32
1998	46
1999	49
2000	47
Jumlah	174

Sumber : diolah dari *Indonesian Capital Market Directory*

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, dipilih berdasarkan penelitian-penelitian empiris dan teoritis yang menyelidiki faktor-faktor penentu struktur hutang perusahaan yang dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan kebijaksanaan pendanaan melalui hutang maupun ekuitas. Variabel-variabel kontrol yang digunakan disini diambil dari penelitian dengan model struktur hutang yang diestimasi oleh Moh'd et.al. (1996), Bathala et. al. (1998), Crutchley et.al. (1989) dan Wahidahwati (2000). Adapun variabel kontrol tersebut adalah sebagai berikut: *Earning Volatility*, *Stock Volatility*, depresiasi, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan.

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. Secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut (Moh'd, dkk, 1998):

$$DR = \frac{\text{Hutang jangka panjang}}{\text{Jumlah aset}}$$

Hutang dapat digunakan sebagai salah satu mekanisme untuk meminimumkan konflik keagenan dalam perusahaan sehingga koefisien rasio hutang yang diharapkan menghasilkan tanda negatif terhadap kepemilikan managerial.

3.3.2.2. *Managerial Ownership*

Variabel ini diberi simbol (MOWN). Diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh managerial. *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 managerial dalam mekanisme pengurangan *agency conflict*. Diharapkan bahwa dengan peningkatan kepemilikan managerial, biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang (*agency cost of debt*) akan semakin menurun sehingga koefisien MOWN menghasilkan negatif terhadap rasio hutang. Hal ini dimungkinkan karena kehadiran kepemilikan insider dapat mengatikan peranan hutang dalam meminimumkan biaya keagenan dalam perusahaan.

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 opportunistik manajer. Hal ini berfungsi untuk meminimalkan biaya agensi perusahaan, sehingga perusahaan tidak perlu banyak berhutang. Variabel INST memiliki koefisien negatif terhadap rasio hutang dan kepemilikan managerial.

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 menggali 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 preferensi 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

n = tahun

3.3.2.5. *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 managerial.

3.3.2.6. *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.

3.3.2.7. *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 Perumusan Model

Dalam penelitian ini, diperoleh dua persamaan, yaitu rasio hutang dan kepemilikan managerial sebagai variabel dependen. Rasio hutang akan berfungsi sebagai *regressor* dalam kepemilikan managerial. Sebaliknya, kepemilikan managerial akan berfungsi sebagai regressor persamaan hutang. Model ini juga bisa memberikan gambaran secara terpisah tentang bagaimana keputusan managerial berpengaruh pada kebijaksanaan hutang dan bagaimana kebijaksanaan hutang berpengaruh terhadap kepemilikan managerial.

Untuk menjawab hipotesis pertama, persamaannya dirumuskan sebagai berikut (Bathala, dkk. 1994):

$$DR = a_0 + a_1 ERNVOLT + a_2 SIZE + a_3 GROWTH + a_4 INSTL + a_5 MOWN + \mu$$

Sedangkan untuk menjawab hipotesis kedua dilakukan dengan persamaan sebagai berikut:

$$MOWN = b_0 + b_1 STKVOL + b_2 SIZE + b_3 GROWTH + b_4 INSTL + b_5 DR + v$$

dimana:

<i>DR</i>	= <i>Debt Ratio</i> (Rasio hutang)
<i>INSTL</i>	= <i>Institutional Ownership</i> (Kepemilikan Institusional)
<i>MOWN</i>	= <i>Managerial Ownership</i> (Kepemilikan manajerial)
<i>ERNVOLT</i>	= <i>Earning Volatility</i> (volatilitas laba)
<i>GROWTH</i>	= <i>Growth</i> (pertumbuhan)
<i>SIZE</i>	= <i>Size</i> (ukuran perusahaan)
<i>STOCKVOLT</i>	= <i>Stock Volatility</i> (Volatilitas Saham)
a_0 dan b_0	= <i>Constant for Manufacture</i>
a_1 dan b_1, \dots, a_4 dan b_4	= <i>Regression Coefficients</i>
μ dan ν	= <i>Error term of manufacture</i>

3.5 Metode Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

Metode analisis data yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan pendekatan persamaan simultan. Model yang digunakan Model dua persamaan dimana kepemilikan manajerial dan rasio hutang sebagai variabel dependennya. Metode analisisnya adalah menyesuaikan dengan pendapat bahwa hutang dan kepemilikan manajerial adalah aspek-aspek integral pengambilan keputusan manajerial dalam lingkup agensi.

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 Bhatala 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)*. Lebih lanjut Gujarati, (1995) menyatakan bahwa penggunaan *OLS (Ordinary Least Squares)* untuk persamaan simultan akan menghasilkan taksiran yang tidak konsisten dari segi kemungkinan

terjadinya korelasi antara variabel yang menjelaskan atau dependen variabel dengan error term. Untuk mengatasi hal tersebut, maka lebih baik menggunakan metode *two-stage least square* untuk menghilangkan korelasi yang terjadi antara y_1 dan u_1 , tetapi bila jumlah sampel cukup besar dan semakin mendekati tak terhingga, korelasi tersebut akan hilang sehingga metode two-stage least squares akan menghasilkan nilai yang sama dengan metode *ordinary least squares* (Gujarati, 1995).

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

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

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

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

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

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) yang tujuannya adalah untuk meyakinkan bahwa sampel dapat mewakili populasi penelitian. Dengan alasan ini, maka berbagai uji asumsi klasik yang dilakukan dalam penelitian ini meliputi uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas atau asumsi homogenitas.

1. Pengujian Multikolinieritas

Multikolinieritas digunakan untuk menunjukkan adanya hubungan linier diantara variabel-variabel bebas dalam model regresi. Bila variabel bebas berkorelasi dengan sempurna, maka disebut multikolinieritas sempurna (*perfect multikolinierity*). Penggunaan kata multikolinieritas dimaksudkan untuk menunjukkan adanya derajat kolinieritas yang tinggi diantara variabel-variabel bebas. Apabila variabel-variabel bebas berkorelasi sempurna, maka metode kuadrat terkecil tidak dapat digunakan. (Sumodiningrat, 1996).

Untuk mendiagnosis adanya multikolinieritas adalah bila diketahui. Pertama, nilai R_{squared} (R^2) dan F_{ratio} yang tinggi dan nilai t hitung yang sebagian besar bahkan

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

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.

Hipotesis pertama diterima apabila variabel earning volatility, size, growth, kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap rasio hutang dengan *level of significance* (α) = 0,05. Sedangkan hipotesis kedua diterima apabila stock volatility , total asset, growth, kepemilikan institusional dan rasio hutang memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

seluruh koefisien regresi tidak signifikan (nilai t hitung sangat rendah). Maka kemungkinan besar persamaan tersebut terdapat multikolinieritas. Kedua, koefisien korelasi antara satu variabel bebas dengan variabel bebas yang lain tinggi, atau tanda koefisien korelasi antara variabel bebas berbeda. Ketiga dengan menganalisis matrik korelasi antar variabel bebas dan menghitung nilai *tolerance* serta *Varian Inflation Factor (VIF)*. Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Nilai *cutoff* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* 0,10 atau sama dengan nilai VIF diatas 10. Bila hasil regresi nilai VIF tidak lebih dari 10, maka dapat disimpulkan tidak ada multikolinier dalam model regresi (Imam Gozali, 2001)

2. Pengujian Heteroskedastisitas

Tidak ada heteroskedastisitas berarti variabel tersebut homoskedastisitas maksudnya adalah varian suatu variabel bebas adalah konstan atau (sama) untuk setiap variabel bebas. Diagnosis terhadap ada-tidaknya heteroskedastisitas ada beberapa cara antara lain sebagai berikut: *Scatter Plot*, *Rank Spearman*, *Glesjer Test* dan *Park Test*.

Penelitian ini menggunakan uji glejser untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas, dengan cara meregres nilai absolut residual terhadap variabel bebas (Gujarati,1995) dengan persamaan regresi sebagai berikut:

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

Hasil dari regres tersebut, jika variabel bebas signifikan secara statistik mempengaruhi variabel terikat, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas. Apabila

terjadi hasil regresi terjadi heteroskedastisitas maka harus dilakukan tindakan perbaikan agar penaksir *ordinary least square* efisien artinya pengujian hipotesis tidak diragukan nilainya. Tindakan perbaikan dengan *Weighted Least Square* atau dengan 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 Ghozali, 2001).

Misalkan model awal :

$$Y_i = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + u_t$$

Model transformasinya menjadi

$$Y/x_1 = b_0/x_1 + b_1 + b_2x_2/x_1 + u_t/x_1$$

Dalam bentuk ini b_1 menjadi intersep dan b_0 menjadi koefisien.

3. Pengujian Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Untuk mendeteksi ada-tidaknya dengan menggunakan alat uji Durbin-Watson (DW test) yang tersedia dalam program komputer SPSS versi 10.0.

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi, apabila nilai Durbin-Watson terletak diantara batas atas atau upper bound (d_U) dan $4 - d_U$ atau $d_U < DW < 4 - d_U$ (Imam Ghazali, 2001)

BAB IV

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*.

Pengumpulan data dilakukan secara *pooling data* (time-series cross-sectional). Metode ini digunakan karena tidak sebanding dengan jumlah penelitian dalam penelitian Bathala et.al.(1994). Studi Bathala, et al. (1994) mampu memperoleh sampel sebanyak 516 perusahaan dari berbagai sektor industri. Keunggulan pengumpulan data secara *pooling* memungkinkan diperoleh jumlah sampel yang lebih besar. Jumlah sampel yang lebih banyak diharapkan bisa meningkatkan *power of test*.

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. Nama-nama perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian bisa dilihat dalam lampiran 1. Adapun ringkasan jumlah perusahaan yang menjadi sampel analisis terlihat dalam tabel 3.1 berikut ini :

Tabel 4.1

Data Sampel Perusahaan

Keterangan	Jumlah sampel
Total Perusahaan manufaktur terdaftar di BEJ tahun 2001	300
Sampel perusahaan yang terdapat Managerial Ownership 1997-2001	204
Data yang tidak dapat diolah	30
Jumlah sample perusahaan yang masuk dalam analisis penelitian	174

Sumber: data yang diolah dari ICMD Tahun 1996 - 2001

4.2. Gambaran Umum Variabel

Data yang digunakan dalam penelitian adalah data laporan keuangan yang dihitung sebagai rata-rata nilai rata rata akhir tahun selama periode tiga tahun. Laporan keuangan dari 1995-1997 (untuk analisis 1997), 1996-1998 (untuk analisis 1998), 1997-1999 (untuk analisis 1999) dan 1998-2000 (untuk analisis 2000) untuk menghitung nilai rata-rata. Hal ini dilakukan dengan maksud untuk memusatkan data.

Berdasarkan data tersebut diperoleh gambaran statistik deskriptif tiap-tiap variabel yang berfungsi untuk mengetahui karakteristik variabel yang digunakan secara terperinci dari tahun 1977-2000. Adapun perincian statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 4.2. dan berikut penjelasan ada di sub bab ini.

Keperwakilan managerial yaitu prosentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur perusahaan pada akhir tahun untuk masing masing periode pengamatan variabel ini digunakan untuk mengetahui manfaat kepemilikan oleh orang dalam dalam mekanisme mengurangi konflik keagenan. Diharapkan bahwa peningkatan

4.2.1. Keperwakilan Managerial

Sumber : data yang diolah

Keterangan	Institusional	Managerial	Debt Ratio	Growth	Size	Erivot	Stock Volt
Tahun 1997	- Mean 0.56418 - Min 0.06780 - Max 0.95880 - N(Perush) 32	- Mean 0.15686 - Min 0.00300 - Max 0.76370 - N(Perush) 32	- Mean 0.15553 - Min 0 - Max 0.44529 - N(Perush) 32	- Mean 0.01700 - Min -0.00702 - Max 0.2139 - N(Perush) 32	- Mean 11.39619 - Min 10.46039 - Max 12.65061 - N(Perush) 32	- Mean 0.03444 - Min 0.00472 - Max 0.11298 - N(Perush) 32	- Mean 0.061 - Min 0.00708 - Max 0.58291 - N(Perush) 32
Tahun 1998	- Mean 0.59170 - Min 0.09920 - Max 0.93060 - N(Perush) 46	- Mean 0.09511 - Min 0.00017 - Max 0.35820 - N(Perush) 46	- Mean 0.18239 - Min 0 - Max 0.70614 - N(Perush) 46	- Mean 0.0129 - Min -0.01259 - Max 0.1209 - N(Perush) 46	- Mean 11.33049 - Min 8.72023 - Max 12.72476 - N(Perush) 46	- Mean 0.07519 - Min 0.00807 - Max 0.3805 - N(Perush) 46	- Mean 0.0863 - Min 0.00109 - Max 0.55406 - N(Perush) 46
Tahun 1999	- Mean 0.59516 - Min 0.09920 - Max 0.93060 - N(Perush) 49	- Mean 0.09587 - Min 0.00017 - Max 0.35820 - N(Perush) 49	- Mean 0.15286 - Min 0 - Max 0.4976 - N(Perush) 49	- Mean 0.0027 - Min -0.02021 - Max 0.03721 - N(Perush) 49	- Mean 11.40491 - Min 8.43677 - Max 12.81554 - N(Perush) 49	- Mean 0.06966 - Min 0.0041 - Max 0.25677 - N(Perush) 49	- Mean 0.0658 - Min 0 - Max 0.16559 - N(Perush) 49
Tahun 2000	- Mean 0.58092 - Min 0.09920 - Max 0.93060 - N(Perush) 47	- Mean 0.10271 - Min 0.00017 - Max 0.44880 - N(Perush) 47	- Mean 0.18188 - Min 0 - Max 0.72666 - N(Perush) 47	- Mean 0.00350 - Min -0.03496 - Max 0.15511 - N(Perush) 47	- Mean 11.51318 - Min 8.98088 - Max 12.79162 - N(Perush) 47	- Mean 0.08819 - Min 0.003 - Max 0.58831 - N(Perush) 47	- Mean 0.0931 - Min 0.01625 - Max 0.76854 - N(Perush) 47
Tahun Keseluruhan	- Mean 0.58470 - Min 0.06780 - Max 0.95880 - N(Perush) 174	- Mean 0.10873 - Min 0.00017 - Max 0.76370 - N(Perush) 174	- Mean 0.17014 - Min 0.00000 - Max 0.72666 - N(Perush) 174	- Mean 0.00824 - Min -0.03496 - Max 0.21390 - N(Perush) 174	- Mean 11.41288 - Min 8.43677 - Max 12.81554 - N(Perush) 174	- Mean 0.06960 - Min 0.00300 - Max 0.58831 - N(Perush) 174	- Mean 0.07780 - Min 0.00000 - Max 0.76854 - N(Perush) 174

Tabel 4.2
Hasil Statistik Deskriptif
(berdasarkan tahun perolehan)

Dari hasil statistik deskriptif menunjukkan rata-rata keseluruhan proporsi saham yang dimiliki oleh institusional 0,58470 atau 58,470%, proporsi saham diharapkan dapat mengurangi rasio hutang.

Keperluan institusional yang tinggi akan mengurangi biaya keagenan dan sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer. Dengan tingkat meminimalkan usaha penganasan yang lebih besar dari pihak investor institusional dalam perusahaan. Tingkat keperluan institusional tinggi akan akhir tahun, keperluan ini akan mengambatkan tingkat kepemilikan saham oleh Keperluan Institusional yaitu proporsi saham yang dimiliki institusi pada

4.2.2. Keperluan Institusional

Keperluan managerial untuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia relatif masih kecil proporsinya. Dengan proporsi yang demikian maka kekuatan untuk mengendalikannya perusahaan juga kecil (Kompas, Juli, 2002).

Rata-rata keperluan managerial secara keseluruhan 0,10971 atau 10,971%. 1998 sebesar 0,09511, tahun 1999 sebesar 0,09587 dan tahun 2000 sebesar 0,1027. Pada perusahaan manufaktur rata-rata tahun 1997 adalah sebesar 0,15686, tahun pengamatan (1997-2000) menunjukkan bahwa proporsi keperluan managerial meminimalkan konflik keagenan dalam perusahaan. Dari data selama periode kehadiran keperluan managerial dapat menggantikan peranan hutang dalam menghasilkan rasio negatif terhadap ratio hutang. Hal ini dimungkinkan karena *cost of debt* akan semakin menurun sehingga koefisien keperluan managerial kepemilikan managerial, biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang (*agency*

Merupakan standart deviasi return saham. Bathala et al. (1994) menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat volatilitas return saham, maka manajer akan enggan untuk melibatkan kekayaan pribadinya pada perusahaan karena akan mengurangi kesempatan diversifikasi kekayaan secara optimal.

4.2.3. *Stock Volatility* (Volatilitas Saham)

Tabel 4.2 menunjukkan rasio hutang dari tahun 1977 hingga sampai dengan tahun 2000 mengalami pergerakan, tahun 1997 sebesar 0,1555, tahun 1998 sebesar 0,1824, 1999 sebesar 0,1529, tahun 2000 sebesar 0,1818. Dari data terlihat pada tahun 1998 meningkat kemudian tahun berikutnya menurun dan tahun 2000 mengalami kenaikan lagi. Secara keseluruhan rata-rata perbandingan hutang jangka panjang sebesar 0,17013 atau 17,013% dari aset total. Nilai hutang maksimum sebesar 0,7266 atau 72,66%.

Kebijaksanaan hutang diproksikan dengan Debt Ratio yang merupakan rasio hutang jangka panjang dengan total asset perusahaan. Hutang digunakan sebagai mekanisme untuk meminimumkan biaya keagenan.

4.2.3. *Debt Ratio* (Kebijaksanaan Hutang)

Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh institusional pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta mendominasi kepemilikan saham oleh pihak lain. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh institusional pada terbesar 0,95880 atau 95,88% dan terendah adalah 0,06780 atau 6,780% (lihat tabel

Dari hasil statistik deskriptif pada tabel 4.2 menunjukkan rata-rata volatilitas saham dari tahun 1997 sebesar 0,061 atau 6,1%, tahun 1998 sebesar 0,0863 atau 8,6%, tahun 1999 sebesar 0,0658 atau 6,58% dan tahun 2000 sebesar 0,0931 atau 9,31%. Bila dilihat volatilitas saham mengalami pergerakan dikarenakan dengan naik turunnya harga saham pada periode pengamatan.

4.2.4. *Growth* (Pertumbuhan)

Pertumbuhan mengidentifikasi fleksibilitas dalam investasi dimasa yang

akan datang (Titman dan Wessel, 1988). Tingkat pertumbuhan yang tinggi dapat dilihat sebagai profitabilitas dan sukses perusahaan dalam memberdayakan sumber daya perusahaan. Disisi lain hal tersebut juga dapat berasosiasi dengan biaya informasi yang lebih rendah sehingga lebih menyukai ekuitas dibanding dengan hutang dalam pendanaan. atas dasar tersebut, Titman dan Wessel (1988) mengisyaratkan koefisien negatif untuk variabel *growth* terhadap rasio hutang.

Tingkat pertumbuhan pada periode pengamatan (tahun 1997-2000) menunjukkan sangat kecil dan dilihat dari nilai rata-rata selalu mengalami penurunan dari tahun ketahun kecuali akhir tahun 2000 mengalami kenaikan yang sebesar 1% (lihat tabel 4.2). Nilai rata-rata pertumbuhan keseluruhan 0,0082 atau 0,08%, nilai minimum sebesar -0,03496 atau -3,496% dan nilai maksimumnya 0,21390 atau 21,390% (lihat tabel 4.2).

4.2.5. Earning Volatility

Variabel ini merupakan standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak sebagai proksi untuk mengukur tingkat resiko bisnis dan potensi kebangkrutan perusahaan. Perusahaan yang memiliki resiko bisnis yang besar cenderung memiliki

rasio hutang yang rendah.

Rata-rata volatilitas pendapatan mulai dari tahun 1997 sebesar 0,0344 atau 3,44%. Pada tahun 1998 volatilitas meningkat menjadi 0,07519 atau 7%, tahun berikutnya menurun menjadi 0,06966 atau 6,966% dan akhir tahun 2000 kembali meningkat menjadi 0,08819 atau 8%. Sedangkan nilai maksimum volatilitas pendapatan secara keseluruhan sebesar 0,5883 atau 58,88% (lihat tabel 4.2).

4.2.6 Size (Ukuran Perusahaan)

Ukuran perusahaan menjadi salah satu instrumen yang digunakan dalam pemberian hutang oleh kreditor kepada perusahaan. Ukuran perusahaan digunakan sebagai jaminan atas hutang-hutang perusahaan. Dengan demikian semakin besar ukuran perusahaan, maka penggunaan hutang akan semakin meningkat sehingga dapat dikatakan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan rasio hutang.

Ukuran perusahaan selama periode pengamatan rata-rata secara keseluruhan sebesar 11.412877, nilai maksimum 12.81554 dan nilai minimum 8,43677 dengan standar deviasi 0,73970 (lihat tabel 4.2).

Pengujian terhadap multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang serius antara sesama variabel bebas (independent) yang digunakan dalam model persamaan regresi. Untuk mendeteksi, maka digunakan cara dengan melihat nilai dari Indicator of Variance Inflation Factor (VIF) dan nilai tolerance. Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Untuk persamaan hutang berkisar antara 1,017 hingga 1,376 dan untuk persamaan kepemilikan managerial 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. Perincian nilai Variance Inflation Factor (VIF) dapat dilihat lampiran C dan dalam tabel berikut ini.

4.3.1. Uji Multikolinieritas

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.

4.3. Pengujian Asumsi Klasik

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-Waston, 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-Waston (DW) 1,943 dan untuk persamaan Kepemilikan Manajerial 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).

4.3.2. Uji Autokorelasi

Sumber : data sekunder yang diolah, 2002

Variabel	Persamaan hutang		Persamaan Kepemilikan Manajerial	
	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance
Kepemilikan Instusional	1.327	0.754	1.062	0.996
Growth (Pertumbuhan)	1.1063	0.940	1.062	0.941
Size (Ukuran Perusahaan)	1.114	0.898	1.123	0.890
Earning Volatility	1.017	0.983	-	-
Stock Volatility	-	-	1.006	0.994
Kepemilikan Manajerial	1.376	0.727	-	-
Debt Ratio (Rasio Hutang)	-	-	1.061	0.943

Tabel 4.3
Hasil Test Multikolinieritas

4.3.3. 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 mereres nilai absolut

residual pada variabel bebas (Gujarati, 1995). kriteria yang digunakan untuk

menganalisa adanya heteroskedastisitas adalah apabila t-hitung secara statistik

signifikan, maka dapat disimpulkan terdapat heteroskedastisitas dalam data.

Sebaliknya apabila hasilnya tidak signifikan, maka asumsi homoskedastisitas

diterima. Dengan uji Glejser ini dengan menggunakan persamaan regresi sebagai

berikut:

$$|u_i| = \alpha + \beta X_i + v_i$$

Hasil uji Glejser ditunjukkan dalam tabel berikut ini.

Tabel 4.4

Hasil Uji Heteroskedastisitas Menggunakan Uji Glejser Untuk Persamaan Hutang

Persamaan Uji Glejser untuk persamaan hutang						
DR	$= 0.043 + 0.0307IN1L - 0,0804MOWN - 0.375GROWTH + 0.0076SIZE - 0.1580 ERVOLT$					
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)

$$MOWNFIT = b_0INSTL + b_1 + b_2GRFTT + b_3SIZEFTT + b_4STOCKFIT + b_5DRFIT$$

atau

$$\frac{MOWN}{INSTL} = b_0 + b_1 \frac{INSTL}{INSTL} + b_2 \frac{GRFTT}{INSTL} + b_3 \frac{SIZE}{INSTL} + b_4 \frac{STKVOLT}{INSTL} + b_5 \frac{DR}{INSTL}$$

selanjutnya seluruh variabel dibobot (dibagi) dengan variabel institusional (INSTL),

$$MOWN = b_0 + b_1INTL + b_2GROWTH + b_3SIZE + b_4STKVOLT + b_5DR$$

Persamaan awal :

(Imam Ghozali, 2001) . prosedur yang dilakukan adalah :

regresi dengan salah satu variabel bebas yang digunakan dalam model tersebut dengan cara regresi yang menggunakan pembobotan, yaitu dengan membagi model heteroskedastisitas dalam model regresi, maka akan dilakukan tindakan perbaikan model yang disusulkan mengandung heteroskedastisitas. Untuk menghilangkan dan size (t hitung = -4.662; signifikansi 0.000), sehingga dapat disimpulkan bahwa yang signifikan yaitu institusional / INSTL (t hitung = -8.971; signifikansi 0.000) Hasil dari regresi untuk persamaan manajerial (tabel 4.5) bahwa ada dua variabel

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

Persamaan Uji Glejser untuk persamaan Kepemilikan Manajerial	
$MOWN = 0.558 - 0.180INTL - 0.252GROWTH + 0.0243SIZE - 0.0438STKVOLT - 0.0176DR$	
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)

Hasil Uji Heteroskedastisitas Menggunakan Uji Glejser Untuk Persamaan Kepemilikan Manajerial

Tabel 4.5

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

Dimana:
 DR : *Debt Ratio*
 MOWN : Kepemilikan Manajerial
 INSTL : Kepemilikan Instusional
 GROWTH: Pertumbuhan
 SIZE : Ukuran Perusahaan
 ERVOLT : Volatilitas pendapatan
 STOCKVOLT: Volatilitas saham
 DREFT : *Debt Ratio* yang telah dibobot
 MOWNFIT: MOWN yang telah dibobot
 GREFIT : GROWTH yang telah dibobot
 SIZEFIT : SIZE yang telah dibobot
 STOCKFIT: *Stockvoh* yang telah dibobot

Dalam bentuk ini b_1 menjadi intersep dan b_0 menjadi koefisien. Kemudian dilakukan regresi , sehingga diperoleh hasil sebagai berikut:

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
				GRFT	+0.013
				SIZEFIT	+0.005
				STOCKFIT	+0.103
				DRFIT	
t-hitung		(-0.448)		(-0.279)	(0.152)
sig.		(0.626)		(0.780)	(0.880)
				(0.136)	(0.973)
				(0.222)	(1.227)

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)

Pengujian dengan persamaan simultan ini dilakukan, karena menyesuaikan dengan pendapat bahwa hutang dan kepemilikan manajerial adalah aspek-aspek integral pengambilan keputusan manajerial dalam lingkup agensi (Bathala, et al., 1994). sehingga kedua persamaan yaitu kepemilikan manajerial dan rasio hutang

sebagai variabel dependen, dimana rasio hutang akan ditampilkan sebagai

regresornya dalam persamaan manajerial dan sebaliknya.

Sebagaimana dijelaskan sebelumnya, bahwa penggunaan model *two-stage*

least squares lebih tepat digunakan sebagai alat uji untuk suatu persamaan bilamana

variabel dependen akan menjadi variabel independen pada persamaan berikutnya

dibandingkan dengan *Ordinary Least Square* (OLS). Alasan ini dapat menghindari

korelasi antar *error term* pada kedua persamaan sehingga hasil diperoleh akan

mencerminkan nilai yang sebenarnya (Bathala et al., 1994).

Pengujian ini dengan *Two-Stage Least Square* ini menggunakan dua

persamaan sebagai berikut:

$$DR = a_0 + a_1 ERNVOLT + a_2 SIZE + a_3 GROWTH + a_4 INSTL + a_5 MOWN + \mu$$

$$MOWN = b_0 + b_1 STKVOL + b_2 SIZE + b_3 GROWTH + b_4 INSTL + b_5 DR + \nu$$

Analisis data akan dilakukan dengan menggunakan model *two-stage least*

square, metode ini digunakan untuk melihat pengaruh kepemilikan instusional

dengan beberapa variabel kontrol terhadap debt ratio dan kepemilikan manajerial.

Pengujian ini menggunakan komputer program SPSS 10,0.

Pada tahap pertama akan dilihat regresi dari persamaan rasio hutang yang

digambarkan dengan fungsi sebagai berikut:

$$DR = f(INST, SIZE, GROWTH, ERVOLT, MOWN)$$

$$MOWN = f(INST, SIZE, GROWTH, ERVOLT, DR)$$

Regresi ini untuk membangun korelasi yang nampak antara Y dengan residualnya untuk persamaan rasio hutang dan persamaan kepemilikan managerial.

Hasil regresi tahap pertama dapat dilihat dalam tabel berikut ini:

Tabel. 4.7

Hasil Regresi Tahap Pertama untuk Persamaan Rasio Hutang (DR)

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
INSTL	-0.039199	0.073906	-0.045459	-0.530	0.5965
MOWN	-0.062122	0.124789	-0.043455	-0.498	0.6193
GROWTH	0.173652	0.507212	0.026269	0.342	0.7325
SIZE	0.046177	0.016651	0.217792	2.773	0.0062
ERVOLT	-0.244923	0.150151	-0.122390	-1.631	0.1047
(Constant)	-0.311570	0.204349	-1.525		0.1292
R Square	=	0.06987			
F	=	2.52385			
					Sig F = 0.0312
FIT_1 Fit for DEBT_RAT from 2SLS, MOD_1 Equation 1					
ERR_1 Error for DEBT_RAT from 2SLS, MOD_1 Equation 1					

Sumber : data sekunder yang diolah

Dari persamaan hutang yang diregres pada tahap pertama akan

menghilangkan korelasi antara rasio hutang (DR) dengan *error term*-nya untuk

persamaan kepemilikan managerial, dari hasil regresi tersebut akan diperoleh

variabel DR yang sudah diestimasi (FIT_1 Fit for DEBT_RAT from 2SLS, MOD_1

Equation 1) (lihat tabel 4.7). Kemudian juga menghilangkan korelasi antara MOWN,

Pada regresi tahap pertama ini, akan dibandingkan dua regresi tersebut jika *Rsquare* dari bentuk yang direduksikan tahap pertama (OLS) sangat tinggi mendekati 0.8 maka takiran dengan 2SLS akan menjadi sangat dekat (Gujarati,1995). Namun bila *Rsquare* regresi tahap pertama rendah maka takiran dengan 2SLS dapat dipergunakan. Dari tabel 4.7 dan tabel 4.8 terlihat *Rsquare* rendah yaitu sebesar 0.06987 untuk rasio hutang dan sebesar 0.49114 untuk kepemilikan manajerial, sehingga uji 2SLS dapat dilanjutkan.

Sumber : data sekunder yang diolah, 2002

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
INSTL	-0.151842	0.390323	-0.036152	-0.394	0.6978
GROWTH	1.472459	0.497047	0.171127	2.962	0.0035
SIZE	0.016394	0.004864	0.461121	3.371	0.0009
STOKVOLT	-0.139398	0.234914	-0.042591	-0.593	0.5537
DEBT_RAT	0.280204	0.131225	0.215520	2.135	0.0342
(Constant)	-0.120452	0.305839		-394	0.6942
Multiple R	0.70082				
R Square	0.49114				
F =	32.43036	Signif F = .0000			
Fit for MOWN from 2SLS, MOD_2 Equation 1					
Error for MOWN from 2SLS, MOD_2 Equation 1					

Hasil Regresi Tahap Pertama untuk Persamaan kepemilikan manajerial

Tabel. 4.8

di estimasi (FIT_2 Fit for MOWN from 2SLS, MOD_2 Equation 1). regresi seperti pada tabel 4.8, akan diperoleh variabel baru yaitu *MOWN* yang sudah dengan *error term* untuk persamaan rasio hutang (*DR*) sehingga memperoleh hasil

Sumber : data sekunder yang diolah, 2002

Variable	B	SE B	Beta	T	Stg T
INSTTUS	-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
FTT_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				
	Signt F = .0000				

Hasil Uji *Two-Stage Least Square* untuk Persamaan Rasio Hutang

Tabel. 4.9

Pengujian tahap kedua merupakan hasil akhir dari uji *Two-Stage Least Square*. Regresi tahap kedua untuk persamaan rasio hutang (*DR*) ini, variabel *MOWN* yang digunakan dalam struktural awal digantikan dengan *MOWN* hasil estimasi pada tahap pertama (lihat tabel 4.8, *Fit 2 MOWN* merupakan hasil taksiran). Hasil pengujian tersebut dapat dilihat dalam tabel 4.9.

4.4.1. Hasil Uji *Two-Stage Least Square* untuk Persamaan Rasio Hutang

Pengujian tahap kedua ini yang disebut dengan Uji *Two-Stage Least Square*.

$$MOWN = f(INST, SIZE, GROWTH, ERVOLT, FIT 2 DR)$$

Untuk rasio kepemilikan managerial akan diregres dengan fungsi sebagai berikut:

$$DR = f(INST, SIZE, GROWTH, ERVOLT, FIT 2 MOWN)$$

fungsi dari rasio hutang untuk regresi tahap kedua adalah sebagai berikut:

kepemilikan managerial dengan variabel *DR* dan *MOWN* hasil estimasi. Adapun

Pengujian tahap kedua yaitu dengan menaksir fungsi rasio hutang dan

Pengujian dengan *two-stage least square* yang ada pada tabel 4.9 menghasilkan persamaan sebagai berikut.

$$DER = 26,813 - 0,534(Ervol) - 1,142(Size) - 9,873(Growth) - 48,220(MOWN) - 14,172(Insr) + \dots$$

Tanda =
 harapan
 t-hitung = (33,847) (-1,010) (-32,579)*** (-28,816)*** (-34,411)*** (-34,410)***
 Sign. t = (0,000) *** (0,314) (0,000)*** (0,000)*** (0,000)*** (0,000)***

Keterangan:
 *** : signifikan pada level 0,01 atau 1 %
 ** : signifikan pada level 0,05 atau 5 %
 * : signifikan pada level 0,10 atau 10 %

4.4.2. Hasil Uji *Two-Stage Least Square* untuk Persamaan Kepermissiblean Manajerial

Pada persamaan manajerial berikut ini yang dipakai adalah data yang sudah dibobot, hal ini dilakukan karena dalam model ada heteroskedastisitas. Hasil dari regresi tahap kedua untuk memperoleh manajerial (*MOWN*), variabel rasio hutang (*DR*) yang digunakan dalam struktural awal digantikan dengan *MOWN* hasil estimasi pada tahap pertama (lihat *Fit 1 DR*, merupakan hasil taksiran dari tabel 4.7). Adapun hasil uji untuk persamaan manajerial dapat dilihat pada tabel 4.10.

Tabel. 4.10

Hasil Uji *Two-Stage Least Square* untuk Persamaan Kepermissiblean Manajerial

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
GRTT	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
 Sig F = .0000
 Sumber : data yang diolah

Berdasarkan hasil pengujian dengan two-stage least square (lihat tabel 4.10)

menghasilkan persamaan sebagai berikut:

$$MOWN = 6,151 + 0,046(Stock\ Vol) - 0,194(Size) + 2,596(Growth) + 8,380(DER) - 8,380(Inst)$$

Tanda =
 harapan
 t-hitung = (20,273) (0,416) (-21,307)*** (10,657)*** (24,046)*** (-20,074)***
 Sign. t = (0,000) (0,678) (0,000)*** (0,000)*** (0,000)*** (0,000)***

Keterangan: *** : signifikan pada level 0,01 atau 1 %
 ** : signifikan pada level 0,05 atau 5 %
 * : signifikan pada level 0,10 atau 10 %

4.5. Pembahasan dan Pengujian hipotesis

Untuk memudahkan pembahasan dan pengujian hipotesis, hasil pengujian

dengan two-stage least square untuk persamaan rasio hutang dan kepemilikan

manajerial akan dirangkum dalam tabel 4.11.

Tabel 4.11

Rangkuman Hasil Regresi dengan Two-Stage Least Square

DR = a ₀ + a ₁ ERVOLT + a ₂ SIZE + a ₃ GROWTH + a ₄ INST + a ₅ FTT/MOWN + μ										MOWN = b ₀ + b ₁ STKVOL + b ₂ SIZE + b ₃ GROWTH + b ₄ INSTL + b ₅ FTT 2/DR + v									
Uji F					Uji t					Uji F					Uji t				
F value					H ₀ : β = 0 H ₁ : β ≠ 0					F value					H ₀ : β = 0 H ₁ : β ≠ 0				
Simpulan					Ho ditolak					Simpulan					Ho ditolak				
P value					β					P value					β				
Simpulan					t value					P value					t value				
Constant					26,813					33,847					20,273				
ERVOLT					-0,054					-28,816					0,416				
GROWTH					-9,873					-32,579					2,596				
SIZE					-1,142					-1,010					-21,307				
FTT 2/MOWN					-48,220					-34,411					24,046				
INSTL					-14,172					-34,410					-20,074				
Constant					0,000					0,000					6,151				
STOKVOLT					0,314					0,046					0,046				
GROWTH					0,000					2,596					10,557				
SIZE					0,000					-0,211					-21,307				
FTT 1/DR					8,380					8,380					24,046				
INSTL					-6,762					-6,762					-20,074				
Constant					0,000					0,000					0,000				
tdk signifikan					tdk signifikan					tdk signifikan					tdk signifikan				
signifikan					signifikan					signifikan					signifikan				
signifikan					signifikan					signifikan					signifikan				
signifikan					signifikan					signifikan					signifikan				
H ₂ diterima					H ₁ diterima					H ₂ diterima					H ₁ diterima				

Sumber: data yang diolah, 2002

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

erolt, growth, size, institutional 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.

Hasil Pengujian secara bersama-sama atau secara simultan dan pengujian

secara parsial untuk persamaan rasio hutang akan dibahas lebih lanjut pada

pembahasan berikutnya.

4.5.1.1. Pengaruh secara Simultan

Berdasarkan persamaan pertama, *debt ratio* sebagai variabel terikat

(*dependent Variable*) menghasilkan 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

Dari hasil persamaan diatas 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 bertentang dengan hasil temuan Bathala et al (1996) dan Wahidahwati (2001) yang signifikan, meskipun arah koefisiennya konsisten. Ketidak konsistenan dengan penelitian terdahulu hal ini disebabkan karena data diambil pada tahun 1997-2000 dimana kondisi perekonomian Indonesia sedang menghadapi krisis. Pada periode tersebut banyak perusahaan yang merugi sehingga turunya laba atau bahkan banyak perusahaan yang merugi hal ini bisa dilihat dalam gambaran umum variabel bahwa pada tahun 1997 volatilitas labanya rendah karena kemampuan untuk menghasilkan laba juga turun. Studi dari Flach dan Knoebr (1990), Ferry dan Jones (1979), dan Kester(1986) menemukan hubungan yang tidak signifikan antara earning volatility terhadap kebijakan hutang.

1. Earning Volatility

4.5.1.2. Pengaruh Secara Parsial

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).

2. Size

Variabel size menggambarkan ukuran perusahaan, memiliki tanda koefisien negatif dan signifikan terhadap rasio hutang pada sampel penelitian. Nilai koefisien *size* sebesar -1,142 dengan nilai t-hitung sebesar 2.7730 dengan tingkat signifikansi probabilitasnya sebesar 0,000 pada taraf $\alpha = 0.01$ atau lima persen

Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan Homaitar et al.(1994), Moh'd et.al (1998), dan Wahidahwati (2001) dalam hal ini perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar dan perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal ini disebabkan karena perusahaan besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan sumber dana.

3. Growth

Koefisien variabel growth menghasilkan nilai -9,873 dengan nilai t-hitung sebesar -28,816 tingkat signifikansi probabilitas sebesar 0.000 pada $\alpha = 0,001$. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa growth berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini konsisten dengan argumen Titman dan Wessel (1988) yang menyatakan tingkat pertumbuhan yang tinggi mengindikasikan fleksibilitas yang lebih besar dalam investasi dimasa datang. Tingkat pertumbuhan yang tinggi dapat dilihat sebagai profitabilitas dan sukses perusahaan dalam memberdayakan sumberdaya perusahaan. Disisi lain hal tersebut juga diasosiasikan

dengan biaya informasi yang lebih rendah sehingga lebih menyukai pendanaan dengan ekuitas dibanding hutang.

4. Kepemilikan Manajerial

Hasil Pengujian ini menunjukkan pengujian menunjukkan bahwa nilai

koefisien $-48,220$ kepemilikan manajerial sebesar, nilai t-hitung sebesar $-34,411$ dan signifikansi sebesar $0,000$. hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian dapat digunakan sebagai instrumen penentu dalam anggaran konflik keagenan. Dengan kata lain, kepemilikan manajerial merupakan suatu mekanisme yang cukup efektif untuk meminimalkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Jensen, et al (1992), yang

menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial akan memiliki pengaruh negatif terhadap rasio hutang. Hasil penelitian ini juga mendukung penemuan Moh'd, et al (1998), Bathala et al (1994) dan Wahidahwati (2001) yang menyatakan bahwa kepemilikan ekuitas oleh manajer dapat mensejahtarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham eksternal. Semakin tinggi prosentase kepemilikan manajerial akan mampu mengurangi hutang sebagai suatu mekanisme untuk meminimalkan *agency conflict*.

5. Kepemilikan Instusional

Berdasarkan hasil pengujian diperoleh nilai koefisien $-14,172$ untuk kepemilikan konstusional dengan t-hitung $-34,410$ dan tingkat probabilitas

signifikansi sebesar 0,000 pada $\alpha = 0,001$. Hasil ini menunjukkan bahwa angka-angka ini adalah signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh pada kebijakan hutang.

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 meminimalkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang.

Penelitian ini konsisten dengan penelitian Mehran (1992), Bathala, et al. (1994), Moh'd, et al (1998), Binsar Sihombing (2000) dan Wahidahwati (2001), yang menyatakan bahwa kehadiran institusional investor dapat menggantikan peranan hutang dalam rangka mengurangi biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang.

Berdasarkan hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama terbukti dapat diterima yaitu kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *debt ratio*.

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 keertan 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 managerial 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.

Selanjutnya pengujian secara bersama-sama dan pengujian secara parsial untuk kepemilikan managerial akan dibahas lebih lanjut pada pembahasan berikutnya.

4.5.2.1. Pengaruh Simultan

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan managerial diperoleh nilai R square sebesar 0.88232 dan F sebesar 251,93181 dan tingkat signifikansi F adalah 0.000 pada taraf $\alpha = 1\%$, maka dapat dikatakan bahwa semua variabel independen yang digunakan secara bersama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan managerial. Dengan kata lain, semua variabel yang mencerminkan biaya keagenan pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dapat digunakan sebagai instrumen penentu untuk kepemilikan managerial dalam rangka meminimalkan *agency conflict*.

Koefisien R -Square sebesar 0,88232 menunjukkan bahwa perubahan kepemilikan managerial pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian sebesar 88,232% mampu dijelaskan oleh variabel *stock volatility, size, growth, institutional*

ownership dan debt ratio. Sisanya sebesar 11,768% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model.

4.5.2.2. Pengaruh Parsial

1. *Stock Volatility*

Hasil perhitungan dari persamaan kepemilikan managerial menunjukkan bahwa nilai koefisien volatilitas saham diperoleh sebesar dengan nilai t-hitung sebesar 0,416 dan signifikansi t-sebesar 0,678 lebih besar dari taraf pada $\alpha = 0,05$. Hal ini berarti bahwa secara parsial stock volatility tidak berpengaruh terhadap kepemilikan managerial 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.

Hasil penelitian diatas, diduga semakin turun volatilitas saham belum tentu manajer akanambah kepemilikan saham, karena harga saham meningkat dan return juga meningkat namun dalam kondisi seperti periode pengamatan lebih banyak harga saham tersebut naiknya bukan karena kinerja perusahaan semakin baik tapi diduga terjadi perdagangan semu di bursa saham (Kompas, Juli, 2002).

Hasil ini sesuai dengan penelitian Bathala, et al. (1994) yang menyatakan bahwa growth mewakili pertumbuhan aset total. Pertumbuhan ini merefleksikan potensi keuntungan dan pertumbuhan masa depan maka manajer tidak enggan untuk

Pengujian untuk variabel *growth* menghasilkan nilai koefisien sebesar 2,596 dan nilai t-hitung sebesar 10,657 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,000 pada $\alpha = 0.01$ atau 1%. Hasil ini menunjukkan bahwa growth berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

3. *Growth*

Persamaan kepemilikan manajerial juga menunjukkan bahwa nilai koefisien variabel size adalah -0,210 menghasilkan t-hitung sebesar -21,307 dan signifikansi sebesar 0,000 pada tingkat signifikansi (α) = 0.01. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan (*Size*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Dengan kata lain, setiap kenaikan 1% ukuran perusahaan (*Size*), maka kepemilikan manajerial akan turun sebesar 0,0239 atau 2,39%. Penemuan ini sesuai dengan penelitian Bathala, et al. (1994) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial di perusahaan-perusahaan kecil lebih besar dibandingkan pada perusahaan-perusahaan besar. Bila perusahaan semakin besar, jumlah saham yang dimiliki manajer menjadi semakin sedikit karena keterbatasan kekayaan pribadi mereka, pembatasan pinjaman pribadi dan masalah diversifikasi.

2. *Size*

berinvestasi dalam ekuitas perusahaan. Hubungan positif antara pertumbuhan dengan kepemilikan manajerial mungkin berasal dari adanya asimetri informasi yang menguntungkan pihak manajer mengenai prospek pertumbuhan perusahaan. Manajer lebih mengetahui seluk beluk proyek yang dijalankan perusahaan, sehingga cenderung lebih mau untuk berinvestasi dalam prospek pertumbuhan dari pada investor awam.

4. Debt Ratio

Nilai koefisien rasio hutang dalam persamaan kepemilikan manajerial menunjukkan tanda negatif dengan nilai sebesar 8,380, nilai t hitung sebesar 24,046 dan nilai signifikansi t sebesar 0,000 pada tingkat signifikansi (α)=0,01. Hasil ini menunjukkan bahwa rasio hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Walaupun secara statistik rasio hutang berpengaruh secara signifikan terhadap kepemilikan manajerial namun dilihat dari arah koefisiennya bertentangan dengan penelitian-penelitian terdahulu.

Koefisien variabel rasio hutang diatas menghasilkan tanda positif bertentangan dengan pendapat Grossman dan Hart (1992), yang menyatakan bahwa agency conflict dapat meminimumkan dengan menggunakan hutang, karena penggunaan hutang akan mengikat perusahaan melalui pembayaran bunga dan cicilan secara periodik. Penggunaan hutang juga akan mengendalikan penggunaan free cash flow secara berlebihan oleh manajer sehingga dapat digunakan untuk menghindari investasi yang sia-sia.

Hasil tersebut arah koefisiennya juga bertentang dengan penelitian Jensen, et al. (1992) dan Bathala, et al. (1994) yang menemukan bahwa rasio memiliki hubungan yang negatif secara signifikan dengan kepemilikan manajerial. Dengan kata lain, penggunaan hutang oleh perusahaan secara signifikan akan mampu mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajer sehingga akan menghindari investasi yang tidak produktif.

Namun hasil penelitian ini mendukung studi dari Kim dan Sorenson (1986), Agrawal dan Mendeker (1987) dan Mehran (1992) yang menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* perusahaan.

5. Kepemilikan Instiusional

Berdasarkan hasil pengujian dalam persamaan kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa kepemilikan instiusional memiliki koefisien yang negatif sebesar $-6,762$, nilai t-hitung sebesar $-20,074$ dengan nilai signifikansi sebesar $0,000$ lebih kecil dari taraf signifikansi $\alpha = 0,001$, dengan demikian secara parsial kepemilikan instiusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kehadiran investor instiusional pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan instiusional. Hasil penelitian ini mendukung pendapat dari Jensen dan Meckling (dalam Bathala, 1996), yang mengatakan bahwa salah satu mekanisme pengawasan untuk mengurangi konflik keagenan adalah dengan meningkatkan kepemilikan investor instiusional.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu seperti Shleifer dan Vishny (1986), yang menemukan bahwa pemegang saham besar (*large share holder*) mempunyai peranan penting dalam monitor perilaku manajer. Lebih lanjut Shleifer dan Vishny (1986), mengatakan bahwa dengan konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham besar seperti investor institusional dapat monitor tim manajemen secara efektif terutama untuk meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi pengambilalihan oleh perusahaan lain.

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

Hasil penelitian ini juga sesuai dengan Binsar Sihombing (2000), meskipun periode pengamatan yang berbeda yaitu sebelum krisis (1990-1996) pada penelitian Binsar dan sesudah krisis (1997-2000) pada penelitian ini. Sehingga hasil penelitian ini dapat digeneralisasikan untuk semua keadaan baik untuk perekonomian yang stabil maupun yang tidak stabil pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan hasil penelitian diatas maka dapat disimpulkan bahwa Hipotesis kedua dapat diterima, yaitu kepemilikan institusional berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

5.1. Simpulan

Tujuan utama dari penelitian ini adalah menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijaksanaan hutang dan kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Pengujian penelitian ini dengan menggunakan persamaan simultan *two-stage least square* dengan menggunakan 2 persamaan yaitu rasio hutang dan kepemilikan manajerial sebagai variabel dependen. Rasio hutang sebagai regresor persamaan kepemilikan manajerial dan sebaliknya kepemilikan manajerial sebagai regresor rasio hutang.

Variabel utama 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 meminimalkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang. Hasil ini mendukung pendapat yang menyatakan bahwa peningkatan investor institusional dapat mengurangi hutang perusahaan dalam rangka meminimalkan biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*). Variabel utama kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap rasio hutang. Hasil ini menjabar hipotesis kedua

BAB V PENTUP

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 meminimalkan biaya keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan.

dapat dilihat hasil persamaan simultannya. pengolahan data yang tingkat akurasi hasil lebih tinggi dan dengan satu kali pengolahan menggunakan SPSS versi 10, untuk penelitian mendatang perlu menggunakan alat dari laporan keuangan. Keempat, pengolahan data penelitian ini dengan dipertimbangkan faktor gangguan dalam bentuk selisih kurs, untuk dikeluarkan bila periode pengamatan untuk penelitian mendatang tahun sudah krisis, perlu profitabilitas, biaya riset dan pengembangan, depresiasi dan lain sebagainya. Ketiga, yang layak dipertimbangkan dalam teori keagenan misalnya deviden, tetapi juga perusahaan industri jasa. Kedua, dengan memasukkan variabel tambahan pertama, memperluas sampel penelitian tidak hanya pada perusahaan manufaktur

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.F. 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 Institutional Terhadap Kebijakan 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. Crutcheley 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 Dividen Irrelevancy Under Corporate and Personal taxation, *Journal of Finance* 35: 435-464.
- Easter brook, 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 Transparasi 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.
- Rozeff, 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 Harjami, *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 Manajerial 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.