

**Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan
Institusi dan Kebijakan Hutang dalam Prespektif
Masalah Agensi di Indonesia**

SKRIPSI

**Ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna
memperoleh gelar Sarjana Strata-1 di Program Studi
Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia**



oleh

**Nama : Hertya Dwi Ameliawati
Nomor Mahasiswa : 03311161
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
YOGYAKARTA
2006**

**Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan
Institusi dan Kebijakan Hutang dalam Prespektif
Masalah Agensi di Indonesia**

SKRIPSI



ditulis oleh

**Nama : Hertya Dwi Ameliawati
Nomor Mahasiswa : 03311161
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
YOGYAKARTA
2006**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

" Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku"

Yogyakarta, Oktober 2006

Penulis

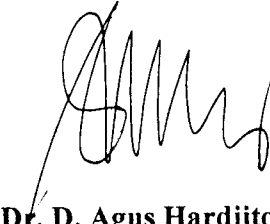
Hertya Dwi Ameliawati

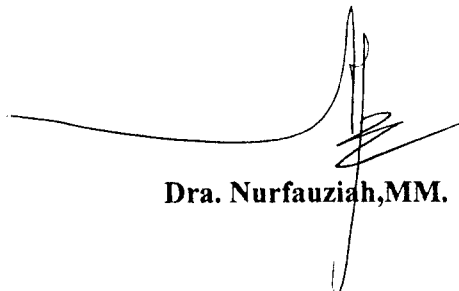
**Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan
Institusi dan Kebijakan Hutang Dalam Perspektif
Masalah Agensi di Indonesia**

oleh

**Nama : Hertya Dwi Ameliawati
Nomor Mahasiswa : 03311161
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan**

**Yogyakarta,
Telah disetujui dan disahkan oleh
Dosen Pembimbing,**


Dr. D. Agus Hardjito, M.Si.


Dra. Nurfauziah, MM.

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi dan Kebijakan Hutang Dalam Perspektif Masalah Agensi di Indonesia

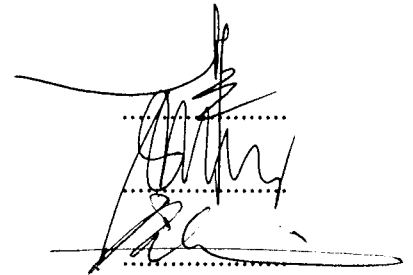
Disusun Oleh : HERTYA DWI AMELIAWATI
Nomor mahasiswa : 03311061

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan LULUS
Pada Tanggal : 17 November 2006

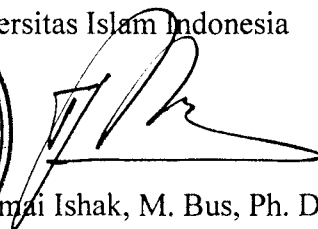
Penguji/Pemb. Skripsi I : Dra. Nurfauziah, MM

Penguji/Pemb. Skripsi II : Dr. D. Agus Hardjito, M.Si

Penguji : Dr. Zainal Arifin, M.Si



Mengatahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Dr. Asmai Ishak, M. Bus, Ph. D

ABSTRAK

Penelitian ini menguji hubungan simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi dan kebijakan hutang dalam perspektif masalah agensi dengan menggunakan pendekatan kuadrat terkecil dua tahap (two stage least square). Penelitian ini menguji variabel pengurang masalah agensi di Indonesia dengan fokus pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek Jakarta selama periode 2001-2004 dan dengan metode *purposive sampling* yaitu hanya perusahaan yang listed tahun 2001 dan sebelumnya serta memiliki struktur kepemilikan manajerial yang masuk sebagai sampel, dari hasil observasi dan seleksi didapat sampel penelitian sebanyak 69 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan simultan yang kurang signifikan antara variabel-variabel yang digunakan, serta arah hubungan yang konsisten yaitu hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang, kepemilikan institusi dengan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi dengan hutang. Namun hanya hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional yang signifikan sedangkan kepemilikan manajerial dengan hutang dan kepemilikan institusi dengan hutang menunjukkan hubungan yang tidak signifikan.

Kata kunci : *hubungan simultan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, kebijakan hutang, masalah agensi, two stage least square.*

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kehadirat Allah SWT, atas rahmat, hidayah dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “ **Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang dalam Prespektif Masalah Agensi di Indonesia**”. Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini tidak lepas dari bimbingan Allah SWT dan juga peran dari banyak pihak. Pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Drs. H. Asma'i Ishak, M.Bus.,Ph.D. selaku Dekan Fakultas Ekonomi atas izin menyusun skripsi ini
2. Bapak Drs. H. D. Agus Hardjito, M.Si. dan Ibu Dra. Nurfauziah, MM. selaku dosen pembimbing skripsi I dan II atas kesempatan, bantuan dan bimbingan yang diberikan.
3. Kedua orang tuaku tercinta atas doa, nasehat, perhatian dan dukungan baik moril maupun materiil.
4. Embah uti dan embah kakung atas semua doa dan dukungannya.
5. Kakakku Hendra dan Adek-adekku Hersat, Herfandi, Herdi atas segala perhatian dan bantuannya.
6. Sahabat2 yang selalu mewarnai kehidupanku : Cha2, Nita, Rina, Indri, Wibi, Q2, Biben, Rafi, Ari atas semua bantuan, support dan persahabatan yang indah ini (sukses terus yah!!).

7. Atik dan Sendi, atas semua bantuannya selama penyusunan skripsi ini (smg pertemanan ini ga berakhir sampai disini).
8. Sity (he2 semangat!!), Shanti (dont give up bul!!), Agnes (kpn keJogja lg??), dan Sari yang selalu jadi teman terbaik.
9. Temen-temen manajemen angkatan 2003 terutama kelas b, atas kebersamaanya selama ini.
10. Serta semua pihak yang telah membantu terselesaikannya skripsi ini.

Penulis menyadari skripsi ini masih dirasakan belum sempurna, untuk itu penulis memohon kritik dan saran untuk perbaikan dikemudian hari. Pada akhirnya penulis mengharapkan semoga skripsi ini dapat berguna bagi semua pihak yang membacanya.

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Halaman Sampul Depan Skripsi.....	ii
Halaman Judul Skripsi.....	iii
Halaman Bebas Plagiarisme.....	iv
Halaman Pengesahan Skripsi.....	v
Halaman Pengesahan Ujian Skripsi.....	vi
Abstrak.....	vii
Kata Pengantar.....	viii
Daftar Isi	x
Daftar Tabel.....	xiii
Daftar Lampiran.....	xiv
Bab I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	5
1.3 Tujuan Penelitian.....	5
1.4 Manfaat Penelitian.....	5
1.5 Sistematika Penulisan.....	6
BAB II KAJIAN PUSTAKA	
2.1 Penelitian Terdahulu.....	8

2.2	Landasan Teori.....	10
2.2.1	Teori Keagenan.....	10
2.2.2	Masalah Agensi.....	11
2.2.3	Mengurangi Masalah Agensi.....	12
2.2.4	Kepemilikan Manajerial.....	15
2.2.5	Kepemilikan Institusional.....	16
2.2.6	Kebijakan Hutang.....	17
2.3	Pengajuan Hipotesis.....	18
2.4	Model Empiris.....	21

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

3.1	Variabel Penelitian	23
3.2	Definisi Operasional Variabel.....	24
3.3	Data dan Pengumpulan Data.....	28
3.4	Populasi dan Sampel.....	28
3.5	Teknik Analisis.....	29

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1	Deskripsi Statistik Data	33
4.2	Hasil Penelitian	35
4.2.1	Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Hutang.....	35
4.2.2	Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kepemilikan Institusi... ..	38
4.2.3	Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Hutang.....	39

4.2.4 Hubungan Variabel Kontrol dengan Variabel Endogen.....	41
--	----

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan	46
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	49
5.3 Saran	50

Daftar Pustaka

Lampiran

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
4.1 Deskriptif Data	34
4.2 Hasil Analisis Sistem 2SLS.....	36

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
I Daftar Sampel.....	55
II Data Induk	57
III Data Akhir (Telah Diolah).....	63
IV Deskriptif Data Lengkap.....	69
V Hasil Analisis Two Stage Least Square	70

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Hubungan agensi merupakan kontrak baik bersifat eksplisit maupun implisit dimana satu atau lebih orang (yang disebut prinsipal) meminta orang lain (yang disebut agen) untuk mengambil tindakan atas nama prinsipal (Jensen dan Meckling : 1976). Tindakan yang diambil agen tersebut diharapkan dapat memaksimalkan nilai perusahaan sehingga juga akan memaksimalkan nilai tambah bagi prinsipal. Hubungan tersebut pada kenyataannya kadang memunculkan keadaan dimana agen tidak bekerja atau bertindak untuk kepentingan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (principal) namun bertindak untuk kepentingan memaksimalkan kemakmuran mereka sendiri, perbedaan kepentingan inilah yang memunculkan adanya konflik keagenan atau disebut dengan masalah agensi.

Masalah agensi (keagenan) sering muncul diperusahaan multinasional maupun perusahaan dalam negeri yang telah *go public* yaitu muncul karena fungsi pengambilan keputusan terpisah dari fungsi kepemilikan. Masalah keagenan adalah masalah yang muncul diantara principal (pemilik) dengan agen (manager), hal ini dikarenakan adanya perbedaan kepentingan antara kedua pihak tersebut. Agen yang diangkat oleh pemegang saham diharapkan bertindak sesuai keinginan dan kepentingan prinsipal yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara memaksimalkan kemakmuran, namun pada kenyataannya sering

terjadi konflik yang mana manajer lebih memperhatikan kepentingan pribadinya. Untuk mengurangi kesempatan manajer melakukan tindakan yang merugikan pemilik, terdapat dua cara untuk mengurangi masalah tersebut yaitu dengan mekanisme *monitoring* dan mekanisme *bonding* (Jansen dan Meckling : 1976). Mekanisme *monitoring* dilakukan oleh principal sedangkan mekanisme *bonding* dilakukan oleh pihak agen dimana dalam hal ini adalah manajer perusahaan.

Mekanisme *bonding* dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dengan kepemilikan yang semakin tinggi akan mengurangi konflik antara pemegang saham dengan manajer, selain itu juga dapat dilakukan dengan meningkatkan hutang jika hutang tinggi maka perusahaan harus beroperasi sebaik mungkin karena akan dinilai oleh *debtholders* sehingga dapat mengurangi konflik manajer dan pemegang saham. Pada banyak literatur mengatakan bahwa struktur kepemilikan (*ownership structure*) mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan melalui mekanisme pengurang biaya agensi. Struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga ditentukan oleh kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional (Jansen dan Meckling :1976).

Mekanisme *monitoring* masalah agensi yang juga memiliki peranan penting yaitu pengawasan oleh *institutional ownership* atau *outside equityholders*. *Monitoring* tersebut terkait dengan tindakan investor institusional untuk melindungi nilai investasi yang mereka tanamkan dalam perusahaan karena *outside equityholders* akan selalu mengawasi tindakan manajer untuk memastikan

bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Kepemilikan institusional yang semakin tinggi diharapkan semakin kuat kontrol *outside shareholder* terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan perusahaan serta mencegah tindakan *perquisitis* oleh manajer karena manajer mempunyai tanggung jawab membayar bunga dan pokok pinjaman pada *debtholders*.

Hutang merupakan mekanisme penting dalam mengontrol tindakan manajer dan mengurangi masalah agensi dalam perusahaan, dengan adanya hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran secara periodik terhadap bunga dan pinjaman pokoknya. Adanya kewajiban-kewajiban tersebut akan dapat mengurangi kontrol manajer terhadap aliran kas perusahaan (Jansen:1986). Hutang juga memberi tekanan terhadap manajer untuk mengurangi tindakan pengambilan keuntungan dan menjadi lebih efisien untuk mengurangi kemungkinan kebangkrutan dan kehilangan kontrol serta reputasi (Bethala, Moon dan Rao:1994). Kebijakan hutang yang diterapkan oleh perusahaan menjadikan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholders*. Pengawasan yang tinggi menjadikan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan *debtholders* maupun *shareholders*. Namun Arifin (2003) berpendapat lain bahwa mekanisme hutang tinggi dan kontrol oleh pemegang saham mayoritas (dominan) tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia.

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu kepemilikan manajerial menunjukkan prosentase saham yang dimiliki oleh manajemen. Kepemilikan institusional menunjukkan prosentase saham yang dimiliki oleh

institusi atau lembaga. Kebijakan hutang menunjukkan rasio total hutang dengan nilai buku total aset. Ketiga variabel tersebut sebagai variabel utama dalam penelitian ini. Variabel kontrol dalam penelitian ini yaitu pertumbuhan menunjukkan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan, risiko bisnis menunjukkan standar deviasi pendapatan, ukuran perusahaan menunjukkan kapitalisasi saham perusahaan, profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan aset tetap menunjukkan rasio aset tetap terhadap aset total perusahaan.

Variabel-variabel tersebut diatas banyak digunakan oleh para peneliti sebelumnya dalam menguji teori keagenan, namun kebanyakan peneliti memasukkan variabel kepemilikan institusi sebagai variabel penjelas atau variabel kontrol atau yang mempengaruhi, dalam penelitian ini peneliti memasukkan kepemilikan institusional sebagai variabel utama atau *endogen* dalam penelitian ini selain kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang yaitu untuk lebih mengetahui apakah ketiga kebijakan tersebut efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Perbedaan lain penelitian ini dengan penelitian yang ada sebelumnya khususnya di Indonesia yaitu sampel yang digunakan dalam penelitian diambil dari semua perusahaan yang terdaftar di BEJ tanpa membedakan jenis atau sektor perusahaan sehingga penelitian ini diharapkan dapat memberikan hasil yang lebih mencerminkan karakteristik perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ. Selanjutnya penelitian ini bermaksud menguji hubungan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan hutang dengan menggunakan model persamaan

simultan *two stage least square* yaitu sistem yang meliputi satu persamaan untuk tiap-tiap pilihan kebijakan serta keefektifan ketiga kebijakan tersebut untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia, dimana struktur kepemilikan di Indonesia cenderung berbeda dengan asumsi dari teori agensi yang ada. Melalui pengembangan studi dengan mengacu pada banyak penelitian yang telah ada sebelumnya maka peneliti mengambil judul "HUBUNGAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSI DAN KEBIJAKAN HUTANG DALAM PRESPEKTIF MASALAH AGENSI DI INDONESIA" dengan harapan akan dapat semakin mengembangkan pemahaman terhadap faktor-faktor yang dapat mengurangi masalah agensi di Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Adakah hubungan secara simultan antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kepemilikan institusional ?

1.3 Tujuan Penelitian

Mengetahui ada tidaknya hubungan secara simultan antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kepemilikan institusional.

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Bagi investor, manajer, kreditur dan praktisi bisnis

Dapat dijadikan salah satu referensi atau sarana informasi dalam mengidentifikasi faktor-faktor yang berpengaruh terhadap masalah agensi sehingga diharapkan dapat meminimalkan *agency conflict* dan *agency cost*.

1.4.2 Bagi peneliti lainnya

Hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan salah satu sumber referensi atau sebagai sarana pembandingan dengan penelitian yang akan dilakukan.

1.5 Sistematika Pembahasan

Penelitian ini disusun dengan sistematika sebagai berikut :

BAB I PENDAHULUAN

Mengurai tentang latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika pembahasan.

BAB II KAJIAN PUSTAKA

Berisi tentang review penelitian terdahulu, teori-teori yang terkait, pengajuan hipotesis serta model empiris dari penelitian ini.

BAB III METODE PENELITIAN

Berisi tentang variabel-variabel yang digunakan, definisi operasional variabel, data dan teknik pengumpulan data, populasi dan sampel yang digunakan serta teknis analisis dan pengujian hipotesis dalam penelitian ini.

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Berisi tentang persebaran atau deskriptif data, menganalisis data dan membahas hasil pengujian data dalam penelitian ini.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Menyajikan tentang kesimpulan atau ringkasan hasil penelitian, ketebatasan penelitian dan saran atau implikasi untuk para peneliti yang akan datang.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

2.1.1 Joher, Ali, dan Nazrul (2005). Dalam penelitiannya yang berjudul *the Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy : Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach* menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang dengan menggunakan pendekatan model simultan 2SLS. Bahwa secara umum terdapat hubungan yang signifikan antara variabel utama (kepemilikan manjerial dan kebijakan hutang) dengan kepemilikan institusional, sedang koefisien variabel penjelas lainnya secara umum konsisten dengan interpretasi kerangka agensi.

2.1.2 Bathala, Moon, dan Rao (1994), dalam penelitiannya yang berjudul *Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective*, menguji pengaruh kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang terhadap kepemilikan institusional, dengan hasil penelitian bahwa hutang dan kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional dapat dijadikan sebagai salah satu *monitoring agent* selain kebijakan hutang dalam mengurangi *agency cost* perusahaan.

2.1.3 Chen dan Steiner (1999) dalam penelitiannya yang berjudul *Managerial Ownership and Agency Conflict: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividen Policy* menguji

tentang hubungan antar variabel dengan menggunakan persamaan non-linear. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan yang saling mempengaruhi antara kepemilikan manajerial dengan risiko. Penemuan ini menunjukkan pada level risiko yang rendah manajer akan meningkatkan kepemilikannya di dalam perusahaan untuk mengurangi konflik antara *equityholder* dengan manajer, namun pada saat level risiko yang tinggi manajer akan bersifat *risk averse* artinya manajer akan melindungi kekayaannya dengan mengurangi kepemilikan di dalam perusahaan.

2.1.4 Sartono (2001), dalam penelitiannya yang berjudul *Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)* menguji hubungan antara kepemilikan orang dalam, utang dan kebijakan dividen. Variabel control yang digunakan yaitu kepemilikan institusional, risiko bisnis, profitabilitas, asset tetap, pertumbuhan dan *firm size*. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa penelitian empiris dengan variabel-variabel kepemilikan orang dalam, utang dan kebijakan dividen secara serempak memiliki hubungan yang signifikan dan saling mempengaruhi

2.1.5 Jensen, Zolberg dan Zorn (1992) dalam penelitiannya yang berjudul *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividen Policies* menguji tentang kepemilikan insider, utang dan kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat interdependensi antara kepemilikan *insider*, utang dan dividen, secara khusus ditemukan bahwa kepemilikan *insider* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap utang dan dividen. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa saat biaya *outside equity* cenderung mahal maka

perusahaan akan menggunakan pandanaan internal untuk mendanai kesempatan investasi yang ada. Penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang menghasilkan profit menggunakan lebih sedikit hutang dalam struktur modalnya. Hasil koefisien yang signifikan dari aset tetap, *R&D*, kepemilikan orang dalam dan risiko bisnis menunjukkan biaya kebangkrutan dan agensi memiliki pengaruh dalam pengambilan kebijakan keuangan.

2.1.6 Friend dan Lang (1988) dalam penelitiannya yang berjudul *Empirical Test of The Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure* menguji tentang pengambilan keputusan struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh kepentingan manajer. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya hubungan negatif antara hutang dengan kepemilikan saham manager di perusahaan, artinya pada saat level hutang naik maka kepemilikan saham manajer dalam perusahaan akan turun, hal ini dikarenakan manajer akan menanggung resiko yang lebih besar dari adanya resiko yang tidak dapat didiversifikasi dari hutang daripada resiko yang dirasakan investor luar, oleh karena itu manajer akan berusaha untuk menjaga hutang pada level yang rendah. Penelitian ini juga menemukan adanya hubungan positif antara hutang dengan size dan juga adanya hubungan positif antara hutang dengan profitabilitas.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Teori Keagenan

Teori agensi diperkenalkan pertama kali oleh Jansen dan Meckling (1976). Hubungan agensi merupakan kontrak baik bersifat eksplisit maupun implisit

dimana satu atau lebih orang (yang disebut prinsipal) meminta orang lain (yang disebut agen) untuk mengambil tindakan atas nama prinsipal. Dalam kontrak tersebut principal mendelegasikan wewenang kepada agen untuk membuat keputusan, tetapi tidak ada jaminan bahwa agen akan memaksimalkan kepentingan prinsipal (Arifin : 2005).

Anggapan yang melekat pada teori keagenan adalah bahwa terdapat konflik kepentingan antara agen dengan prinsipal. Konflik tersebut terjadi karena pada dasarnya setiap individu akan berusaha untuk memaksimumkan utilitas sendiri sehingga ada alasan untuk percaya bahwa agen tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaiknya prinsipal (Jansen dan Meckling : 1976) berarti dalam hal ini terdapat ketidakselarasan perilaku atau tujuan antara prinsipal dengan agen, sehingga muncullah masalah yang disebut masalah agensi.

2.2.2 Masalah Agensi

Masalah agensi muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol di dalam perusahaan. Manajer sebagai agen diberi wewenang untuk mengambil keputusan di dalam perusahaan, pemegang saham sebagai pemilik berharap manajer dapat memaksimalkan kekayaan mereka, namun kenyataanya manajer tidak menjalankan wewenang tersebut tetapi cenderung melakukan tindakan oportunistik untuk kepentingan diri sendiri.

Masalah agensi dalam manajemen keuangan terutama muncul antara (1) pemegang saham dengan manajer dan (2) Pemegang saham dengan kreditur (Brigham dan Dave : 2004). Masalah agensi pertama antara pemegang saham dengan manajer, pada konteks hubungan ini masalah agensi muncul ketika para

manajer diharapkan akan dapat melakukan tindakan yang terbaik bagi pemegang saham dengan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kesejahteraan para pemegang saham dapat tercapai, tetapi dalam kenyataannya manajer seringkali melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham dengan mengambil keputusan yang lebih menguntungkan mereka seperti dana untuk memperkaya diri sendiri (*perquisitis*). Bukti adanya masalah agensi antara pemegang saham dengan manajer juga diungkapkan oleh Jensen (1986) yang menemukan penyebab permasalahan antara keduanya muncul dari adanya kelebihan *free cashflow*, kelebihan aliran kas oleh manajer sering digunakan untuk berinvestasi dalam investasi yang kadang tidak menguntungkan. Kelebihan *free cashflow* ini juga kadang cenderung digunakan oleh manajer untuk tindakan *perquisites* yaitu kegiatan konsumsi yang berlebihan (bermewah-mewahan). Masalah agensi kedua muncul antara pemegang saham dengan kreditur, pada konteks hubungan ini para kreditur menginginkan bunga yang besar ketika risiko yang diperoleh tinggi, tetapi dari pihak pemegang saham jika bunga yang dibayarkan cukup tinggi maka return yang akan diterima oleh pemegang saham menjadi semakin kecil sehingga muncul konflik antara pemegang saham dengan kreditur.

2.2.3 Mengurangi Masalah Agensi

Masalah agensi dapat diminimalkan dengan menggunakan dua mekanisme (Jansen dan Meckling: 1976). Mekanisme pertama adalah *monitoring*, seperti dikutip dalam Arifin (2005) dapat dilakukan dengan :

- (1) Pembentukan dewan komisaris independen

Jika dewan komisaris didominasi oleh anggota dari luar (*independent board of director*) maka *monitoring* dewan komisaris terhadap manajer akan efektif.

(2) Pasar *corporate control*

Adanya pasar untuk *corporate control* dimana perusahaan yang menurun nilainya akibat adanya masalah agensi akan diambil alih oleh perusahaan lain, merupakan mekanisme yang lebih bagus untuk mengurangi masalah agensi.

(3) Pemegang saham besar

Pemegang saham besar layak melakukan pengawasan yang lebih teliti, terkait dengan bertambah besarnya dana pengawasan yang disediakan karena manfaat yang akan diperoleh juga akan semakin besar.

(4) Kepemilikan terkonsentrasi

Kepemilikan dikatakan terkonsentrasi jika untuk mendapat kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan sedikit investor, jika kontrol dapat dipegang oleh semakin sedikit investor maka akan semakin mudah kontrol tersebut dijalankan.

(5) Pasar manajer

Masalah agensi akan sangat berkurang dengan sendirinya karena manajer akan dicatat kinerjanya oleh pasar manajer baik yang ada dalam perusahaan maupun yang ada di luar perusahaan sehingga

manajer akan bekerja semaksimal mungkin untuk memberikan nilai tambah bagi perusahaan.

Mekanisme kedua adalah mekanisme *bonding* dengan cara pihak manajer melakukan pembatasan atas tindakan yang dilakukan. Mekanisme *bonding* yang dapat dipakai manajemen untuk menunjukkan bahwa mereka berusaha meminimumkan *agency cost* dengan membuat kebijakan untuk memperkecil jumlah *free cash flows* yang ada diperusahaan. Kebijakan *free cash flows* yang lebih rendah yang diambil oleh manajemen akan menunjukkan kepada pemegang saham bahwa mereka melakukan upaya menahan diri (*bonding*) untuk tidak menciptakan peluang menggunakan dana untuk kepentingan pribadi yang bertentangan dengan peningkatan nilai perusahaan sehingga masalah agensi akan semakin berkurang ketika *free cash flows* semakin kecil. Mekanisme kontrol dengan *bonding* untuk mengurangi biaya agensi dapat dilakukan dengan cara yaitu *bonding* dengan meningkatkan hutang serta *bonding* dengan meningkatkan dividen. Mekanisme kontrol dengan *bonding* yang terkait atau digunakan dalam penelitian ini yaitu *bonding* dengan hutang, dimaksudkan bahwa salah satu cara untuk dapat memperkecil *free cash flows* yaitu meningkatkan hutang, ketika hutang meningkat maka manajer mempunyai tanggung jawab menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga serta pokok pinjaman sehingga dana yang tersisa menjadi kecil. Untuk mengaktifkan kedua mekanisme tersebut terdapat biaya yang harus dikeluarkan, tetapi calon investor juga akan mengantisipasi adanya biaya lain meskipun sudah dilakukan mekanisme *monitoring* dan *bonding* yaitu *residual cost*. Ketiga Biaya yang mungkin akan

ditanggung investor untuk mengurangi masalah agensi disebut biaya agensi (*agency cost*) yang tercermin dari harga saham yang terdiskon saat perusahaan menjual sahamnya. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* adalah penjumlahan dari: biaya *monitoring* (oleh prinsipal), biaya *bonding* oleh agen, serta *Residual loss*.

2.2.4 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara langsung ikut aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur/*officer* dan manajer). Kepemilikan manajerial digunakan sebagai pemantauan internal yang penting dan telah diargumenkan sebagai fungsi sebuah risiko. Disamping itu kepemilikan manajerial merupakan salah satu mekanisme *bonding* yang digunakan untuk mengurangi masalah agensi antara manajemen dengan pemegang saham. Menurut Bathala, Moon dan Rao (1994) model agensi yang dikemukakan Jansen dan Meckling menyatakan bahwa perusahaan merupakan subjek terhadap kenaikan masalah agensi, hal ini dimaksudkan karena pengambilan keputusan berada pada banyak pihak termasuk risiko yang ditanggung perusahaan.

Peningkatan dalam proporsi kepemilikan manajer pada perusahaan akan menimbulkan kesesuaian kepentingan antara manajer dengan pemegang saham seperti diungkapkan Jensen dan Meckling (1976), ini berarti mengurangi *agency cost of equity* yang muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Dalam contoh yang ekstrim misalnya kepemilikan manajer di dalam perusahaan sebesar 100% berarti manajer sama dengan pemilik,

maka *agency cost equity* sama dengan nol karena pemilik tidak perlu mengeluarkan biaya untuk memastikan bahwa manajer melakukan sesuatu yang benar untuk kepentingan mereka karena disini manajer sama dengan pemilik.

2.2.5 Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional adalah pemegang saham yang berasal dari luar perusahaan yang merupakan suatu bentuk kelembagaan misalnya dana pensiun, dana bersama, asuransi jiwa perusahaan, property dan lain-lain. Shleiven dan Vishny (1986) menyatakan bahwa *outside shareholder* mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku *insider*. Kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer. Suatu tingkat kepemilikan yang tinggi akan mengurangi biaya keagenan, sehingga diharapkan variabel ini memiliki koefisien yang negatif terhadap rasio hutang dan tingkat kepemilikan manajerial. Mohd', et. al (1988) dalam Wahidawati (2002) menyatakan bahwa pemegang saham luar seperti kepemilikan institusi dapat mengurangi agensi cost, hal tersebut karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang akan digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap manajemen sehingga adanya investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Kepemilikan yang tinggi dari investor institusional akan memunculkan usaha untuk melakukan tindakan pengawasan yang lebih tinggi dan lebih efektif dalam mengendalikan dan meminimalkan perilaku oportunistik manajer untuk mengurangi masalah agensi, kepemilikan yang tinggi oleh investor tersebut

memang efektif untuk mengurangi masalah agensi namun mekanisme ini menimbulkan biaya yang harus ditanggung perusahaan. Biaya yang jelas muncul yaitu karena pemegang saham besar terbatas kesempatan untuk melakukan diversifikasi sehingga dia menanggung risiko yang lebih besar.

2.2.6 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah kebijakan untuk menentukan jumlah proporsi hutang yang harus diambil oleh pihak manajer. Kebijakan hutang merupakan salah satu mekanisme *bonding* yang dianjurkan oleh Jansen (1986), semakin besar hutang maka semakin banyak dana kas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan yang membayar bunga dan angsuran dengan demikian akan mengurangi jumlah dan kas yang disimpan perusahaan. Jansen dan Meckling (1976) juga menganjurkan memakai peningkatan hutang untuk mengurangi biaya agensi meskipun dengan alasan yang berbeda, yaitu agar *outside equity* tidak bertambah sehingga konflik antara investor luar dengan manajemen tidak meningkat sehingga *agency cost* bisa dikurangi. Namun demikian penggunaan utang akan menimbulkan masalah baru antara *shareholder* dengan *debtholder* yang menimbulkan *agency cost of debt*, *shareholder* menginginkan peningkatan kekayaan mereka walaupun mungkin melalui keputusan investasi yang berisiko, sedangkan *debtholder* khawatir karena investasi yang berisiko yang diambil akan meningkatkan risiko tidak terbayarkannya bunga dan pokok pinjaman yang diberikan.

Kebijakan hutang juga dapat dijadikan sinyal dari bagi perusahaan jika dikaitkan dengan teori *signaling model of financial structure*, yang

mengasumsikan adanya *asymmetric information* (yaitu kondisi dimana ada satu pihak yang memiliki informasi lebih baik daripada pihak yang lain) antara manajer dengan pemegang saham. Kebijakan hutang yang tinggi digunakan oleh perusahaan untuk memberikan sinyal bahwa hanya perusahaan yang benar-benar kuat yang berani menanggung risiko kesulitan keuangan dengan porsi hutang yang tinggi, sehingga porsi hutang yang tinggi tersebut digunakan manajer sebagai sinyal untuk menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai kinerja yang baik, namun adanya ketimpangan informasi tersebut akan menimbulkan masalah agensi.

2.3 Pengajuan Hipotesis

2.3.1 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Hutang

Friend dan Lang (1988) menyatakan bahwa struktur kepemilikan perusahaan mempengaruhi pengambilan kebijakan hutang perusahaan, adanya *inverse relationship* antara kepemilikan manajerial dengan hutang. Kepemilikan manajerial yang tinggi akan menurunkan penggunaan hutang karena penggunaan hutang yang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress* atau dengan kata lain manajer menanggung resiko yang lebih besar dari adanya resiko yang tidak dapat didiversifikasi dari hutang daripada resiko yang dirasakan investor luar, sehingga manajer akan berusaha untuk menjaga hutang pada level yang rendah karena kepemilikan manajerial yang meningkat berarti semakin besar kekayaan manajer yang terikat di perusahaan.

Chen dan Steiner (1999) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap hutang. Jika keduanya memiliki hubungan substitusi (efek substitusi), maka perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi akan cenderung mengurangi tingkat hutang perusahaan untuk meminimalkan *agency cost of debt* dan dampaknya juga dapat mengurangi *agency cost of equity*. Efek substitusi disini dimaksudkan bahwa jika salah satu kebijakan sudah diambil maka pengambilan kebijakan yang lain untuk tujuan yang sama menjadi tidak efektif lagi dan akan mengakibatkan pemborosan karena adanya biaya yang harus ditanggung pada tiap-tiap kebijakan.

Jensen (1986) menyatakan bahwa hubungan antara hutang dengan *managerial ownership* dapat dijelaskan dengan *free cash flow hypothesis*. Diasumsikan jika perusahaan menggunakan level hutang yang tinggi maka beban biaya keuangan tetap dari adanya hutang akan semakin tinggi sehingga akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia. Jika antara hutang dengan *managerial ownership* mempunyai efek substitusi dalam mengontrol masalah agensi maka dapat diperkirakan adanya pengaruh negatif hutang terhadap kepemilikan manajerial. Peneliti menduga adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang.

H1 : Terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang

2.3.2 Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kepemilikan Manajerial

Brickley, Lease dan Smith (1988), serta McConnel dan Servaes (1990) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif terhadap kepemilikan manajerial. Kepemilikan institusi yang semakin meningkat berarti kontrol pihak eksternal juga meningkat, maka akan mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikannya.

Crutchley, et.al (1999) berpendapat bahwa kepemilikan institusional mampu mengurangi konflik keagenan dan karenanya manajer akan mengurangi kepemilikannya. Pendapat yang sama diungkapkan oleh Joher, Ali dan Nazrul (2005) bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif dengan kepemilikan institusional yaitu bahwa proporsi kepemilikan manajerial akan menurun seiring dengan meningkat level kepemilikan institusional, ini dikarenakan adanya tambahan pengawasan dan kontrol dari investor institusional untuk mengurangi tindakan *opportunistic* manajer. Peneliti menduga adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusi dengan kepemilikan manajerial.

H2 : Terdapat hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan manajerial

2.3.3 Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Hutang

Kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Kepemilikan institusional berperan sebagai *monitoring agent*, hal ini dikarenakan keputusan pendanaan yang dibuat manajer perusahaan akan selalu diawasi dan dievaluasi untuk tetap dapat mengakomodasi kepentingan investor

tersebut. Hal itu pada akhirnya menjadikan keinginan akan pendanaan hutang dapat ditekan sehingga menurunkan biaya keagenan.

Sartono (2001), dalam penelitiannya menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan hutang. Kepemilikan institusional sebagai agen pengawas karena keputusan pendanaan yang dibuat oleh manajer perusahaan akan selalu dievaluasi untuk menjamin terakomodasinya kepentingan institusi tersebut, yang pada akhirnya keinginan akan pendanaan dari hutang dapat ditekan sehingga menurunkan biaya keagenan

Crutchley, et.al (1999) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dengan hutang, semakin besar prosentase kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi *agency cost*. Adanya kontrol oleh pihak investor institusional tersebut menjadikan manajer menggunakan hutang pada tingkat yang lebih rendah untuk mengurangi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Peneliti menduga adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusi dengan hutang.

H3 : Terdapat hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan hutang

2.4 Model Empiris

$$MGROWN = c_1 + c_2 DEBT + c_3 INST + c_4 GROWTH + c_5 RISK + c_6 SIZE + e \dots (1)$$

$$INST = c_7 + c_8 MGROWN + c_9 DEBT + c_{10} GROWTH + c_{11} RISK + e \dots (2)$$

$$DEBT = c_{12} + c_{13} MGROWN + c_{14} INST + c_{15} RISK + c_{16} PROFIT + c_{17} FA + e \dots (3)$$

Keterangan :

MGROWN = Rasio proporsi saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur

INST = Rasio proporsi saham yang dimiliki oleh investor institusional

DEBT = Rasio total hutang dengan nilai buku total aset

GROWTH = Standar deviasi dari pertumbuhan penjualan

RISK = Standar deviasi dari pendapatan operasi perusahaan

SIZE = Log natural dari kapitalisasi perusahaan

PROFIT = Rasio pendapatan operasi dengan total aset

FASET = Rasio aset tetap dengan total aset

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari dua variabel yaitu variabel endogen atau variabel tergantung (*dependent*) dan variabel eksogen yaitu variabel bebas (*independent*) termasuk didalamnya variabel kontrol. Variabel endogen adalah fokus utama penelitian ini, terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi dan kebijakan hutang. Variabel kontrol digunakan sebagai penjelas dalam penelitian, variabel yang digunakan yaitu risiko, tingkat pertumbuhan, ukuran perusahaan, aset tetap dan profit. Persamaan simultan memunculkan adanya masalah *endogeneity* yaitu variabel tergantung pada suatu persamaan akan dapat menjadi variabel independen dalam persamaan yang lain.

Variabel dalam persamaan pertama (kepemilikan manajerial) yaitu kepemilikan manajerial sebagai variabel tergantung sedangkan kepemilikan institusi (*inst*), hutang (*debt*), pertumbuhan (*growth*), risiko (*risk*) dan ukuran perusahaan (*size*). Variabel dalam persamaan kedua (kepemilikan institusional) yaitu kepemilikan institusi sebagai variabel tergantung sedangkan kepemilikan manajerial (*mgrown*), hutang (*debt*), pertumbuhan (*growth*) dan risiko (*risk*) sebagai variabel bebas. Variabel dalam persamaan ketiga yaitu hutang sebagai variabel tergantung sedangkan kepemilikan manajerial (*mgrown*), kepemilikan institusional (*inst*), risiko (*risk*), aset tetap (*faset*) dan profitabilitas (*profit*) sebagai variabel bebas.

3.2 Definisi Operasional Variabel

3.2.1 Kepemilikan Manajerial

Variabel ini disimbolkan MGROWN, diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh manajer (officer) dan direktur (Cruthley dan Hansen : 1989). Variabel ini diperoleh dari ICMD tahun 2002-2005 pada bagian *shareholder ownership*.

3.2.2 Kepemilikan Institusional

Variabel ini disimbolkan INST, merupakan proporsi saham yang dimiliki institusional (lembaga) akhir tahun yang diukur prosentase, yang menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam perusahaan. Bathala, Moon dan Rao (1994) mendefinisikan bahwa kepemilikan institusi merupakan prosentase saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional seperti LSM, pemerintah (BUMN) maupun perusahaan swasta. Variabel ini diperoleh dari ICMD tahun 2002-2005 pada bagian *shareholder ownership*.

3.2.3 Hutang

Variabel ini disimbolkan DEBT yang diukur dengan membagi jumlah hutang dengan nilai buku total asset (Rajan dan Zingals : 1995). Sumber data variabel ini adalah ICMD tahun 2002-2005 pada bagian *summary of financial statement*.

3.2.4 Pertumbuhan (growth)

Variabel ini diberi simbol Growth, pertumbuhan perusahaan merupakan nilai yang menunjukkan pertumbuhan penjualan perusahaan selama empat tahun

(2001-2004). Pertumbuhan merupakan nilai dari standar deviasi penjualan selama periode penelitian (Tandelilin & Wilberforce : 2002).

Hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan pertumbuhan muncul karena adanya keunggulan informasi yang dimiliki oleh manajer tentang prospek pertumbuhan perusahaan, sehingga manajer dengan kelebihan informasi tersebut dapat melakukan tindakan akan memperbesar kepemilikan atau tidak. Bathala dan Rao (1995) dalam penelitiannya menemukan adanya hubungan positif antara pertumbuhan perusahaan dengan kepemilikan orang dalam (manajerial).

Bathala dan Rao (1995) dalam studinya menunjukkan adanya hubungan negatif antara pertumbuhan dengan kepemilikan institusi. Hubungan negatif antara kepemilikan institusi dengan pertumbuhan dimaksudkan bahwa investor institusional lebih suka pada perusahaan yang pertumbuhannya tidak berfluktuasi tajam (moderat) sehingga cenderung menghindari perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang terlalu tinggi karena pertumbuhan yang terlalu tinggi tidak menjamin prospek yang bagus kedepannya.

3.2.5 Risiko Bisnis

Variabel ini disimbolkan RISK, yang dihasilkan dengan menggunakan standar deviasi perubahan pendapatan operasi (operating income) selama periode penelitian (Jansen, Solberg dan Zorn : 1992). Chen dan Steiner (1999) menyatakan adanya hubungan positif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dengan risiko. Hubungan positif dimungkinkan menunjukkan adanya suatu kondisi dimana seorang manajer akan meningkatkan porsi kepemilikan

disaat risiko suatu perusahaan meningkat hal tersebut dilakukan karena shareholder berharap akan dapat memperoleh tambahan pendapatan dengan meningkatnya risiko (hal ini didasarkan pada asumsi *trade off* antara return dengan risiko).

Bathala dan Rao (1995) dalam studinya menunjukkan adanya hubungan negatif antara risiko dengan kepemilikan institusional, Hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan risiko didasarkan bahwa seorang investor yang bersifat *risk averse* akan cenderung berinvestasi pada wilayah yang aman sehingga jika risiko suatu usaha menurun maka akan menjadikan investor institusional memperbesar kepemilikannya.

Jensen et.al (1992) menemukan adanya hubungan negatif antara hutang dengan resiko, asumsi tersebut konsisten dengan pendapat bahwa perusahaan mensubstitusi *financial* dan *business risk* untuk menjaga risiko pada level yang terkendali. Joher, Ali, dan Nazrul (2005) menyatakan risiko sebagai suatu adanya potensi kebangkrutan dalam perusahaan, sehingga menjadikan perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan sedikit tingkat penggunaan hutang. Argumen yang mendukung pernyataan tersebut dikemukakan oleh Ravid (1988) dalam Chen dan Steiner (1999) yang berpendapat bahwa jika risiko semakin tinggi akan mengurangi antusias perusahaan terhadap hutang hal ini dilakukan untuk mengurangi *financial distress*.

3.2.6 Ukuran Perusahaan

Variabel ini disimbolkan SIZE, ukuran perusahaan yang merupakan nilai yang menunjukkan *log natural* kapitalisasi pasar saham perusahaan (Tandelilin &

Wilberforce : 2002), penggunaan *log natural* untuk menyederhanakan data. Size dihitung dari *log natural* perkalian antara jumlah saham yang beredar dengan harga saham akhir tahun/ *closing price*.

Joher, Ali dan Nazrul (2005) dalam studinya menyatakan adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial yang sedikit pada perusahaan besar memberikan kontrol manajer yang terbatas, sedangkan kepemilikan manajerial yang semakin besar biasanya terjadi pada perusahaan kecil.

3.2.7 Profitabilitas

Variabel ini disimbolkan dengan PROFIT, profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada masa yang akan datang (Jansen, Solberg dan Zorn: 1992), (Tandelilin & Wilberforce : 2002). Profitabilitas merupakan indikator dari keberhasilan perusahaan. Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dengan hutang, hal tersebut disebabkan jika perusahaan *profitable* maka perusahaan tersebut cenderung akan mengurangi rasio utang mereka.

3.2.8 Fixed Asset

Variabel ini disimbolkan dengan FASET, merupakan aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Diproxikan oleh rasio aset tetap terhadap aset total perusahaan (Tandelilin & Wilberforce : 2002).

Scott (1976); Tandelilin dan Wilberforce (2002); Chen dan steiner (1999) menemukan adanya hubungan positif dan signifikan antara aset tetap dengan hutang, hal tersebut dimaksudkan bahwa aset tetap dapat digunakan sebagai

jaminan bahwa perusahaan mempunyai cukup sumber daya untuk memenuhi kewajiban membayar bunga serta pokok pinjaman dari hutang. Nilai asset tetap yang semakin besar akan dapat memunculkan kepercayaan dan pandangan yang lebih bagus dari investor maupun terhadap perusahaan, karena kreditur akan senang jika mengucurkan pinjaman pada perusahaan yang memiliki nilai asset tetap yang besar karena *debtholder* dapat terhindar dari risiko tidak terbayarkannya bunga dan pokok pinjaman jika perusahaan bangkrut dengan adanya jaminan dari asset tetap tersebut

3.3 Data dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dimuat dalam *Indonesian Capital Market Directory Tahun 2002-2005*.

3.4 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di BEJ untuk periode pengamatan 2001-2004. Pengambilan tahun 2001-2004 karena pada saat itu keadaan perekonomian Indonesia cukup stabil dan tidak banyak terjadi gejolak ekonomi. Di mana, dalam periode tersebut pasar modal di Indonesia telah berhasil melewati periode masa krisis, sehingga kemungkinan risiko pasar yang dihadapi perusahaan sebagai sampel dalam penelitian ini tidak sebesar periode sebelum dan selama krisis yang terjadi.

Sampel diambil dengan metode *purposive sampling* yaitu mengambil anggota populasi dari saham yang tercatat di BEJ, adapun sampel diambil dengan kriteria :

- Sampel telah terdaftar (*listed*) di BEJ sejak tahun 2001 dan sebelumnya
- Sampel menerbitkan laporan keuangan selama periode penelitian
- Sampel memiliki data tentang struktur kepemilikan manajerial
- Sampel mencantumkan data-data yang diperlukan.

3.5 Teknik Analisis

3.5.1 Kepemilikan manajerial

$$MGROWN = \frac{\sum \text{saham milik manajemen}}{\sum \text{saham beredar}}$$

3.5.2 Kepemilikan institusional

$$INST = \frac{\sum \text{saham milik institusi}}{\sum \text{saham beredar}}$$

3.5.3 Hutang

$$DEBT = \frac{HJPD + HJPJ}{BV TA}$$

HJPD = Hutang jangka pendek

HJPJ = Hutang jangka panjang

BV TA = Nilai buku total aset

3.5.4 Growth

$$GROWTH = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

S_t = Penjualan tahun t

S_{t-1} = Penjualan t-1

3.5.5 Risiko Bisnis (risk)

$$Risk = \frac{O_t - O_{t-1}}{TA}$$

O_t = Pendapatan operasi tahun t

O_{t-1} = Pendapatan operasi tahun t-1

TA = Total aset

3.5.6 Ukuran perusahaan (size)

$$SIZE = LN (SB \times CP)$$

SB = Jumlah saham beredar

CP = Closing price (harga saham pada akhir tahun)

3.5.7 Profitabilitas (profit)

$$PROFIT = \frac{EBIT}{TA}$$

EBIT = Earning before interest and tax

TA = Total aset

3.5.8 Aset tetap (Faset)

$$FASET = \frac{FA}{TA}$$

FA = Fixed asset atau aset tetap

TA = Total aset

3.5.9 Pengujian Hipotesis

Penelitian ini melibatkan model yang digunakan untuk menguji signifikansi hubungan simultan kombinasi beberapa variabel bebas terhadap variabel tergantung. Untuk menguji hipotesis penelitian ini menggunakan model persamaan *Two Stage Least Square* (2SLS). Joher, Ali dan Nazrul (2005) menggunakan model persamaan 2SLS untuk menguji adanya determinan simultan dalam variabel endogen. Penggunaan 2SLS dikarenakan model ini memberikan hasil analisis yang konsisten dan tidak bias, karena jika menggunakan model *Ordinary Least Square* (OLS) akan terjadi bias dalam model persamaan simultan. Asumsi dasar dari OLS adalah bahwa *error term* tidak berkorelasi dengan variabel independen, padahal ciri dari persamaan simultan adalah bahwa variabel tak bebas dalam suatu persamaan mungkin muncul sebagai variabel yang menjelaskan dalam persamaan lain, sehingga variabel yang menjelaskan tak bebas menjadi stokastik dan biasanya berkorelasi dengan *error term* dari persamaan dimana variabel tadi muncul sebagai variabel yang menjelaskan (Gujarati: 1995), untuk itu penggunaan OLS tidak relevan untuk menguji hubungan simultan.

Penelitian ini menggunakan persamaan simultan dikarenakan adanya hubungan secara serempak antara ketiga variabel pengurang masalah agensi yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan hutang yang merupakan variabel endogen dalam penelitian ini. Persamaan simultan dimaksudkan bahwa variabel endogen dalam salah satu persamaan dimungkinkan muncul dalam

persamaan lain dalam satu sistem. Pengujian dengan menggunakan 2SLS karena *ordinary least square* tidak dapat menjelaskan hubungan timbal balik dalam sistem persamaan simultan, maka dalam menganalisis persamaan simultan penggunaan alat analisis yang relevan adalah 2SLS.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilihat dari signifikan atau tidaknya nilai probabilitas hubungan antar variabelnya. Nilai yang menunjukkan hubungan yang sangat signifikan terjadi jika nilai probabilitasnya sebesar nol. Pada tingkat kepercayaan 10 % dikatakan signifikan apabila probabilitasnya kurang dari 0.1, pada tingkat kepercayaan 5 % dikatakan signifikan jika probabilitasnya kurang dari 0,05 dan pada tingkat kepercayaan 1% dikatakan signifikan apabila nilai probabilitasnya kurang dari 0.01.

Kemampuan suatu variabel independen untuk menjelaskan hubungannya dengan variabel dependen dapat dilihat dari besarnya nilai *R square* atau *adj square*. *R square* maupun *adj square* semakin dekat dengan 1 akan semakin baik, yang berarti bahwa variabel eksogen mampu menjelaskan hubungan yang efektif dengan variabel endogen.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Statistik Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder (yaitu data laporan keuangan serta data lain yang relevan dengan penelitian ini yang diperoleh dari ICMD). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 2001-2004 dan menerbitkan laporan keuangannya. Sampel penelitian ditentukan dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan dalam metode penelitian. Setelah diseleksi dengan kriteria-kriteria yang ditentukan maka diperoleh sampel sebanyak 69 perusahaan.

Berdasarkan teknik pengambilan sampel yang telah dilakukan, maka dapat diketahui nama-nama perusahaan yang memenuhi syarat dan menjadi sampel dalam penelitian ini (nama dan sektor perusahaan sampel terlampir). Selanjutnya Berdasar analisis variabel-variabel yang digunakan (data terlampir), diperoleh hasil deskriptif data untuk variabel MGROWN, INST, DEBT, GROWTH, RISK, SIZE, PROFIT dan FASET yang terlihat pada tabel 4.1 dibawah ini sedangkan deskriptif data secara lengkap terlampir.

Tabel 4.1

Deskriptif Data

Variabel	Mean	Std. Dev	Obs
MGROWN	0.024553	0.047292	69
INST	0.601359	0.198055	69
DEBT	0.650566	0.700423	69
GROWTH	4.606869	35.02645	69
RISK	-0.000730	0.006380	69
SIZE	25.37312	1.675678	69
PROFIT	0.035710	0.075712	69
FASET	0.365916	0.208093	69

Statistik deskriptif berguna untuk mengetahui karakter dari sampel yang diteliti dalam penelitian. Dari statistik deskriptif tersebut dapat diketahui jumlah sampel yang diteliti, nilai rata-rata sampel, median, nilai maksimum, nilai minimum serta simpangan baku atau standar deviasi dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Terlihat bahwa rata-rata nilai untuk kepemilikan manajerial sebesar 0.024553 dan standar deviasi sebesar 0.047292, ini menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan manajerialnya perusahaan sampel rata-rata sebesar 2.5%. Rata-rata untuk kepemilikan institusional sebesar 0.601359 dengan standar deviasi sebesar 0.198055 ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki proporsi kepemilikan institusi sebesar 60 %. Rata-

Tabel 4.2
Hasil Analisis Sistem 2SLS

Variabel Eksogen	Variabel Endogen		
	MGROWN (1)	INST (2)	DEBT (3)
C	0.182615 (0.0301)	0.649645 (0.0000)	0.734635 (0.0247)
MGROWN		-1.105516 (0.0345) ²	-0.443968 (0.8229)
INST	-0.055987 (0.0467) ²		-0.204673 (0.6400)
DEBT	-0.006020 (0.4356)	-0.020276 (0.5346)	
GROWTH	-0.000150 (0.3388)	-0.001727 (0.0085) ¹	
RISK	-2.559074 (0.0023) ¹	-0.009367 (0.9981)	-5.676821 (0.6937)
SIZE	-0.004795 (0.1393)		
PROFIT			-2.620656 (0.0215) ²
FASET			0.380830 (0.3491)
R-square	0.227873	0.158186	0.098373
Adj-square	0.166593	0.105573	0.026815

ket : ¹ signifikan pada level 1%

atas : nilai koefisien

² signifikan pada level 5%

bawah : nilai probabilitas

dari hasil tersebut secara statistik terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang terlihat dari nilai koefisien yang menunjukkan nilai negatif yaitu -0.006020 pada persamaan pertama dan -0.443968 pada persamaan kedua. Hubungan negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat hutang akan semakin mengurangi porsi kepemilikan manajerial dalam perusahaan hal ini dikarenakan dengan semakin tingginya tingkat hutang perusahaan maka akan menimbulkan dampak kenaikan risiko kebangkrutan dan *financial distress* perusahaan yang berarti meningkatkan risiko yang tidak dapat didiversifikasikan bagi para manajer hal inilah yang menyebabkan manajer enggan memperbesar kepemilikannya tetapi cenderung mengurangi porsi kepemilikannya (biasanya dilakukan oleh manajer yang mempunyai sifat *risk averse*). Argumen lain yaitu semakin meningkatnya kepemilikan oleh manajerial akan menjadikan kepentingan manajer akan sejalan dengan *shareholders* sehingga dapat mengurangi biaya yang harus dikeluarkan untuk melakukan tindakan pengawasan terhadap tindakan manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan *shareholders* atau dengan kata lain menekan dan mengurangi biaya agensi.

Hubungan negatif dalam penelitian ini mendukung pendapat tentang adanya efek substitusi antara kepemilikan orang dalam (dalam hal ini manajerial) dengan hutang dalam mengurangi masalah agensi namun hubungan tersebut kurang efektif hal ini karena hubungan keduanya tidak signifikan. Hubungan yang kurang signifikan tersebut dimungkinkan bahwa di Indonesia kepemilikan manajerial yang lebih tinggi tidak mutlak akan menghasilkan kebijakan level hutang yang lebih rendah, artinya kepemilikan manajerial tidak berpengaruh

terhadap kebijakan hutang yang lebih rendah atau lebih tinggi, karena kemungkinan di Indonesia memang kebijakan hutang tidak dipengaruhi oleh kebijakan non keuangan dalam hal ini kepemilikan manajerial. Sebaliknya hutang juga tidak mempengaruhi proporsi kepemilikan manajerial, karena naik turunnya proporsi kepemilikan manajerial lebih dipengaruhi oleh risiko yang dihadapi oleh perusahaan hal ini terkait dengan pendapatan yang akan diterima dimasa datang.

4.2.2 Hubungan kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional

Persamaan pertama memasukkan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel tergantung sedangkan variabel kepemilikan institusi sebagai variabel bebas, sedangkan pada persamaan kedua memasukkan variabel kepemilikan institusi sebagai variabel tergantung dan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel bebas. Hipotesis kedua dalam penelitian ini menguji hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional, hipotesis kedua menduga adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusi.

Hasil penelitian menunjukkan hubungan yang konsisten antara keduanya. Pada persamaan pertama menunjukkan hubungan negatif dengan nilai koefisien -0.055987 dan signifikan pada level kepercayaan sebesar 5%, sedang pada persamaan kedua terdapat hubungan yang negatif dengan nilai koefisien sebesar -1.105516 dan signifikan pada level kepercayaan sebesar 5%. Sehingga hipotesis kedua yang menyatakan bahwa adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional dalam penelitian ini diterima. Hubungan negatif signifikan tersebut konsisten dengan hasil penelitian yang

dilakukan oleh Crutchely, et.al (1999); Joher, Ali dan Nazrul (2005); Brickley, Lease dan Smith (1988), serta McConnel dan Servaes (1990). Hasil tersebut menunjukkan bahwa jika kepemilikan institusi yang semakin meningkat berarti kontrol pihak eksternal juga meningkat, maka akan mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikannya atau dengan kata lain meningkatnya kepemilikan oleh institusional akan menyebabkan menurunnya porsi kepemilikan oleh manajerial, sehingga dengan berkurangnya porsi kepemilikan oleh manajerial akan dapat mengurangi konflik keagenan karena adanya substitusi pengawasan sehingga biaya agensi dapat diminimumkan.

Hasil penelitian ini menunjukkan adanya hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional, artinya terdapat *subtitusion monitoring effect* antara keduanya. Kepemilikan institusional akan menggantikan kontrol oleh manajer sehingga kontrol oleh manajer akan menurun dan sebaliknya kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan mengurangi kontrol oleh investor institusional.

4.2.3 Hubungan hutang dengan kepemilikan institusional

Persamaan kedua memasukkan variabel kepemilikan institusional sebagai variabel tergantung sedangkan variabel hutang sebagai variabel bebas, sedangkan pada persamaan ketiga memasukkan variabel hutang sebagai variabel tergantung dan variabel kepemilikan institusi sebagai variabel bebas. Hipotesis ketiga dalam penelitian ini menguji hubungan antara hutang dengan kepemilikan institusional, diduga adanya hubungan negatif antara keduanya.

Hasil penelitian menunjukkan hubungan yang konsisten antara keduanya, baik pada persamaan kedua maupun persamaan ketiga menunjukkan hubungan negatif yaitu dengan nilai koefisien pada persamaan kedua sebesar -0.020276 dan -0.204673 , arah hubungan negatif tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Crutchley, et,al (1999); Sartono(2001). Hubungan negatif dimaksudkan bahwa kepemilikan institusional sebagai salah satu *monitoring agent*, akan melakukan pengawasan terhadap pengambilan keputusan pendanaan yang akan dibuat manajer perusahaan untuk tetap dapat mengakomodasi kepentingan *shareholders*. Hal tersebut pada akhirnya menjadikan keinginan akan pendanaan lewat hutang dapat ditekan sehingga menurunkan biaya keagenan. Hubungan tersebut dapat diartikan pula bahwa semakin besar porsi kepemilikan institusional akan menjadikan semakin kuatnya kontrol pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi *agency cost*. Adanya kontrol oleh pihak investor institusional tersebut menjadikan manajer menggunakan hutang pada tingkat yang lebih rendah untuk mengurangi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan, semakin menurunnya penggunaan hutang tersebut akan berdampak juga pada menurunnya *agency cost of debt* perusahaan. Namun penelitian ini menunjukkan hasil yang tidak signifikan antara keduanya, hal ini semakin menunjukkan bahwa kebijakan hutang dari perusahaan yang diamati menunjukkan bahwa kebijakan hutang perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan *non financial* dalam hal ini struktur kepemilikan.

4.2.4 Hubungan Variabel Kontrol dengan Variabel Endogen

Pertumbuhan (GROWTH) perusahaan yang diprosikan dari pertumbuhan penjualan menunjukkan koefisien hubungan yang negatif namun tidak signifikan dengan kepemilikan manajerial pada persamaan pertama, hasil tersebut tidak sesuai dengan yang diharapkan yaitu adanya hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan growth. Hal tersebut dimungkinkan karena para manajer di Indonesia yang juga menjadi *shareholders* cenderung kurang menaruh perhatian terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan tetapi lebih kepada harapan terhadap pendapatan yang akan diterima. Hubungan negatif antara pertumbuhan dengan kepemilikan manajerial tersebut tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bathala dan Rao (1995).

Growth menunjukkan arah hubungan negatif dan signifikan dengan kepemilikan institusional pada persamaan kedua, hasil ini sesuai dengan arah hubungan yang diekspektasikan. Hubungan negatif antara pertumbuhan dengan kepemilikan institusional dapat terjadi karena jika perubahan pertumbuhan perusahaan terlalu tinggi, akan dianggap oleh *institutional shareholders* sebagai suatu ketidakpastian kondisi dari prospek pertumbuhan perusahaan kedepannya. Arah hubungan negatif antara pertumbuhan dengan kepemilikan institusional konsisten dengan temuan Bathala dan Rao (1995).

Risiko perusahaan yang merupakan standar deviasi dari pendapatan operasi menunjukkan hubungan yang negatif dan konsisten dengan kepemilikan manajerial pada persamaan pertama, koefisien hubungan antara keduanya sebesar -2.559074 dan signifikan pada tingkat kepercayaan sebesar 1%. Hasil tersebut

tidak sesuai dengan yang diharapkan dalam penelitian ini, dan tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999) serta Demsetz dan Lehn (1985) dalam Wahidahwati yang menyatakan bahwa hubungan kausal positif dari risiko ke kepemilikan manajerial karena meningkatnya nilai pemantauan internal dalam memecahkan konflik-konflik agensi antara pemegang saham eksternal dengan manajer. Hubungan negatif dan signifikan antara risiko dengan kepemilikan manajerial dalam penelitian ini kemungkinan menunjukkan bahwa di Indonesia karakteristik manajer cenderung bersifat *risk averse*, yang artinya jika tingkat risiko perusahaan meningkat maka manajer akan cenderung mengurangi porsi kepemilikannya dalam perusahaan.

Hubungan negatif antara risiko dengan kepemilikan institusional terlihat dalam persamaan kedua, hasil ini menunjukkan arah hubungan yang sesuai dengan yang diharapkan koefisien hubungan keduanya sebesar -0.009367 namun hubungan tersebut tidak signifikan. Hubungan negatif sendiri diartikan bahwa *institutional shareholders* sebagai salah satu agen pemantauan, akan semakin ketat pengawasan dan kendalinya terhadap perusahaan seiring dengan semakin besarnya porsi kepemilikannya sehingga dapat menekan atau meminimalkan risiko perusahaan. Hasil hubungan negatif dan tidak signifikan antara kepemilikan institusi dengan risiko kurang mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Crutchley, et.al (1999) serta Bathala dan Rao (1995). Hubungan yang tidak signifikan tersebut dimungkinkan bahwa pengawasan yang lebih ketat oleh investor institusional tidak mutlak akan berpengaruh langsung terhadap penurunan risiko perusahaan.

Hubungan risiko dengan debt dalam persamaan ketiga menunjukkan arah hubungan yang negatif dengan nilai koefisien sebesar -5.676821 namun hubungan tersebut tidak signifikan. Hubungan yang tidak signifikan tersebut kurang mendukung temuan dari Chen dan Steiner (1999) serta Jensen et.al (1992); Joher, Ali, dan Nazrul (2005) yang menyatakan adanya hubungan yang negatif dan signifikan. Hubungan negatif antara hutang dengan resiko menunjukkan bahwa risiko sebagai suatu adanya potensi kebangkrutan dalam perusahaan, sehingga menjadikan perusahaan dengan resiko bisnis yang tinggi akan menggunakan sedikit tingkat penggunaan hutang untuk mengantisipasi risiko kebangkrutan karena ketidakmampuan membayar bunga dan pokok pinjaman.

Size atau ukuran perusahaan yang merupakan nilai dari *log natural* perkalian antara jumlah saham yang beredar dengan harga saham akhir tahun (*closing price*). Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan ukuran perusahaan pada persamaan pertama, hubungan antar keduanya ini sesuai dengan yang diharapkan. Nilai perusahaan yang semakin besar akan mereduksi kepemilikan manajerial sehingga berkurangnya kendali manajer terhadap perusahaan karena perusahaan dengan skala besar akan membatasi tindakan manajer. Hasil penelitian menunjukkan hubungan antara kepemilikan manajerial dengan size menunjukkan arah hubungan yang sama dengan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Chen dan Steiner (1999) serta Bathala, Moon dan Rao (1994) namun hubungan dalam penelitian ini menunjukkan hubungan yang lemah diantara keduanya, hal ini

rata perusahaan mempunyai rasio hutang sebesar 0.650566 atau 65 % dengan standar deviasi 0.700423, rata-rata rasio pertumbuhan sebesar 4.606869 dengan standar deviasi 35.02645, rata-rata risiko sebesar -0.000730 dengan standar deviasi 0.006380, rata-rata *log natural* ukuran perusahaan sebesar 25.37312 dengan standar deviasi 1.675678, rata-rata rasio profit perusahaan sebesar 0.035710 atau 3.6 % dengan standar deviasi 0.075712, serta rata-rata rasio faset perusahaan sebesar 0.365916 atau 37 % dengan standar deviasi 0.208093.

4.2 Hasil Penelitian

4.2.1 Hubungan kepemilikan manajerial dengan hutang

Hipotesis pertama dalam penelitian ini menguji hubungan antara kepemilikan manajerial dengan hutang baik saat variabel tersebut menjadi variabel tergantung maupun variabel bebas, yaitu menduga bahwa terdapat hubungan negatif antara keduanya hal ini mengacu pada hasil penelitian yang dilakukan oleh Chen and Steiner (1999), Friend dan Lang (1988) dan Joher, Ali dan Nazrul (2005). Persamaan regresi yang pertama dalam penelitian ini memasukkan kepemilikan manajerial sebagai variabel tergantung (*dependen*) dan variabel hutang sebagai salah satu variabel bebas (*independen*), sedangkan pada persamaan ketiga memasukkan variabel hutang sebagai variabel tergantung dan variabel kepemilikan manajerial sebagai salah satu variabel bebas.

Hasil analisis menunjukkan bahwa hubungan keduanya konsisten yaitu menunjukan arah hubungan yang negatif. Hasil dari persamaan pertama dengan model kuadrat terkecil dua tingkat (2SLS) terlihat pada tabel 4.2,

mengindikasikan bahwa besar kecilnya kepemilikan manjerial tidak dipengaruhi oleh ukuran perusahaan secara mutlak.

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan negatif dan signifikan dengan tingkat kepercayaan 5% pada persamaan ketiga, hasil ini sesuai dengan yang diharapkan. Hubungan ini konsisten dengan temuan Sartono (2001); serta Myers dan Majluf (1984) yaitu adanya hubungan negatif dan signifikan. Hubungan negatif antara profitabilitas dengan hutang, menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan dapat menghasilkan dana bagi perusahaan yang lebih banyak sehingga dapat digunakan sebagai penutup kewajiban atau pendanaan sehingga akan dapat berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan atau dengan kata lain jika perusahaan *profitable* maka perusahaan tersebut cenderung akan mengurangi rasio utang mereka.

Faset merupakan proksi dari aset tetap dengan total aset. Arah hubungan positif antara aset tetap dengan hutang dalam persamaan ketiga sesuai dengan yang diharapkan, namun hubungan tersebut tidak signifikan. Hubungan positif dimaksudkan bahwa perusahaan dengan nilai aset tetap yang cukup besar akan cenderung menggunakan tingkat hutang yang lebih besar, hal tersebut dapat terjadi karena aset tetap dapat digunakan sebagai jaminan perusahaan dalam berhutang, dimaksudkan bahwa perusahaan mempunyai kemampuan untuk memenuhi kewajiban membayar bunga serta pokok pinjaman dari hutang. Nilai aset tetap yang semakin besar dapat pula memberikan kepercayaan dan

pandangan yang baik kepada kreditur, hal tersebut dikarenakan kreditur menyukai untuk memberikan pinjaman pada perusahaan yang memiliki nilai aset tetap yang besar karena kreditur dapat terhindar dari risiko tidak terbayarkannya bunga dan pokok pinjaman jika perusahaan bangkrut maka kreditur dapat menyita atau menjual aset yang digunakan sebagai jaminan tersebut. Namun hasil penelitian ini tidak menunjukkan hubungan yang signifikan antara keduanya, sehingga hasil ini kurang mendukung temuan Jensen et.al (1992); Chen dan Steiner (1999); Scott (1976); serta Tandelilin dan Wilberforce (2002). Hubungan yang tidak signifikan tersebut menunjukkan bahwa di Indonesia aset tetap tidak mutlak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, dan adanya faktor lain yang mempengaruhi kreditur dalam pengambilan keputusan akan meminjamkan dananya kepada suatu perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini menguji hubungan simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan hutang sebagai variabel pengurang masalah agensi di Indonesia. Penelitian ini menggunakan model *Two Stage Least Square (2 SLS)* untuk menguji hubungan simultan antara ketiga variabel pengurang masalah agensi tersebut, sebanyak 69 sampel perusahaan digunakan dalam penelitian ini yang diperoleh dengan metode *purposive sampling* terhadap semua perusahaan yang terdaftar di BEJ dengan periode pengamatan 2001-2004 dengan kriteria listed tahun 2001 dan sebelumnya serta memiliki struktur kepemilikan manajerial.

Secara umum penelitian ini menunjukkan hubungan yang konsisten antar variabelnya serta arah hubungan yang sama dengan kerangka teori agensi yang telah ada, namun hasil penelitian ini menunjukkan hubungan yang kurang signifikan. Hasil penelitian yang menunjukkan adanya arah hubungan yang konsisten antara variabel-variabelnya, hal ini menunjukkan bahwa penggunaan sistem 2SLS memberikan estimasi hasil yang konsisten.

Hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang serta kepemilikan institusional dengan hutang menunjukkan hubungan yang tidak signifikan. Hubungan negatif dan signifikan pada level 5% antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional sebagai hasil dalam penelitian ini.

Hipotesis pertama yang menyatakan adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang, hasil penelitian terbukti secara statistik menunjukkan hubungan negatif dan konsisten namun hubungan keduanya tidak signifikan sehingga hipotesis pertama ditolak. Hubungan yang tidak signifikan antara kebijakan hutang dengan kepemilikan manajerial kemungkinan menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak hanya menjadikan hutang sebagai mekanisme pengurang masalah agensi karena tidak mutlaknya efek substitusi antara kepemilikan manajerial dengan hutang, sehingga masalah agensi di Indonesia tetap tinggi.

Hipotesis kedua menyatakan adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional, hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan yang konsisten dengan arah negatif dan signifikan antara keduanya sehingga hipotesis kedua dalam penelitian ini diterima. Arah hubungan keduanya ini juga sesuai atau mendukung kerangka agensi yang telah ada.

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini menduga adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusi dengan hutang, hasil penelitian menunjukkan adanya arah hubungan negatif yang konsisten namun tidak signifikan. Hal ini juga menunjukkan bahwa hutang bukan variabel yang mutlak berpengaruh yang digunakan oleh investor institusional sebagai salah satu alat pengendali terhadap tindakan manajer.

Penelitian ini juga menemukan adanya hubungan negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dengan resiko, penemuan ini menunjukkan bahwa manajer di Indonesia cenderung bersifat *risk averse*. Hubungan negatif dan

akan menghasilkan hasil estimasi yang berbeda pula, hanya saja variabel yang digunakan harus lebih dikaji dan relevan dengan variabel endogen.

5.3.2 Sampel yang masuk kriteria penelitian ini relatif sedikit, diharapkan peneliti yang akan datang lebih memperhatikan kembali kriteria-kriteria yang digunakan untuk menyeleksi sampel yang akan diteliti serta lebih memperpanjang periode pengamatan sehingga sampel yang digunakan akan lebih banyak dan beragam agar dapat mewakili atau mencerminkan karakteristik populasi yang diteliti.

5.3.3 Diharapkan penelitian yang akan datang tidak hanya menguji masalah agensi antara manajer dengan pemegang saham tetapi juga menguji konflik antara kepemilikan saham mayoritas dengan kepemilikan minoritas, hal ini melihat dari karakteristik struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia cenderung dikuasai oleh kepemilikan keluarga sehingga konflik terjadi antara pemilik saham mayoritas dengan pemilik saham minoritas.

DAFTAR PUSTAKA

Arifin, Z. (2003). "Efektifitas Mekanisme Bonding Deviden dan Hutang untuk Mengurangi Masalah Agency." *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 1, No. 8, 19-31.

_____ (2005). *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.

Bathala, C. T, K. P. Moon, dan R. P. Rao. (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective." *Financial Management*, 23, 38-50.

Bathala, C. T, dan R. P. Rao. (1995). "The Determinants of Board Composition: an Agency Theory Perspective." *Manajerial and Decision Economics*, Vol. 16, 59-69.

Brickley, J.A., R.c. Lease dan C.W. Smith. (1988). "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amandements." *Journal of Financial Economics* 20, 267-291.

Brigham, E.F dan P.R.Daves. (2004). *Intermediate Financial Mangement*. Eight Edition. Thomson South Western.

Demsetz, H dan K. Lehn. (1985) dalam Wahidahwati. (2002). "Kepemilikan Manajerial dan Agensi Konflik : Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (*Risk Taking*), Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen." *Simposium Nasional Akuntansi V*. Semarang, 601-625.

Chen, C.H. dan Steiner. (1999). "Managerial Owership and Agency Conflict a Nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Deviden Policy." *The Financial Review*, Vol. 34, 119-137.

Crutchley, C.E dan R.S. Hansen. (1989). "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends." *Financial Management*, 18, 34-46.

Crutchley, C.E, M.R.H. Jensen, J.S. Jahera dan J.E. Raymond. (1999). "Agency Problem and The Simultaneity Decision Making The Role of Institutional Ownership." *International Review of Financial Analysis*, 8.

Friend, I and L.H.P Lang. (1988). "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure." *The Journal of Finance* 43, 271-282.

Gujarati, D. (terj) (1995). *Ekonometrika Dasar*. Erlangga : Jakarta.

Jansen, G.R, D.P. Solberg, dan T.S. Zorn. (1992). "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Deviden Policies." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, 247-263.

Jansen, M.C. (1986). "Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economics Review*, 76, 323-329

Jansen, M.C, dan W.H. Meckling. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Capital Structure." *Journal of Financial Economics*, 305-360.

Joher, H., M. Ali, dan Nazrul. (2005). "The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach." Asian Finance Association Conference. Kuala Lumpur. 177.

McConnell, J.J. dan H. Servaes. (1990). "Additional Evidance on Equity Ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.

Moh'd, M.A, L.G. Perry dan J.N. Rombey. (1998) dalam Wahidahwati. (2002). "Kepemilikan Manajerial dan Agensi Konflik : Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (*Risk Taking*),

Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen.” Simposium Nasional Akuntansi V. Semarang, 601-625.

Myers, S. dan N.M Majluf. (1984). “Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information that Investors Do Not Have.” *Journal of Financial Economics*, June, 187-221.

Rajan, R.C. dan L. Zingales. (1995). “What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data.” *Journal of Finance*, Desember, Vol. 50, No.50.

Sartono, A. (2001). “Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Deviden: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory).” *Jurnal Siasat Bisnis*, No. 6, Vol. 2, 107-119.

Scott, J.H.Jr. (1976). “Theory of Optimal Capital Structure.” *Bell Journal of Economics*, 7, 33-53.

Shleifer, A. dan R.W. Vishny. (1986). “Large Shareholders and Corporate Control.” *Journal of Political Economic*, Vol.94, No.3, 461-488.

Tandelilin, E. dan Wilberforce, T. (2002). “Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?” *Gadjah Mada International Journal of Finance*, Vol. 4, No. 1, 31-43.

Lampiran I

**Daftar Perusahaan Sampel
Nama dan Sektor Perusahaan**

No	Nama Perusahaan	Sektor
1	Dharma Samudra Fishing	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
2	Wahana Phoenix	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
3	Central Korporindo	<i>Minning and Minning Service</i>
4	Bukaka Teknik Utama	<i>Construction</i>
5	Prasidha Aneka	<i>Food and Baverage</i>
6	Sekarlaut	<i>Food and Baverage</i>
7	Siantar Top	<i>Food and Baverage</i>
8	Tunas Baru Lampung	<i>Food and Baverage</i>
9	Gudang Garam	<i>Tobaco Manufactures</i>
10	HM Sampurna	<i>Tobaco Manufactures</i>
11	Argo Pantas	<i>Textile and Mill Product</i>
12	Panasia	<i>Textile and Mill Product</i>
13	Sunson Textile	<i>Textile and Mill Product</i>
14	Hanson	<i>Apparel and Other Textile Product</i>
15	Ryane Adibusana	<i>Apparel and Other Textile Product</i>
16	Serasa Nugraha	<i>Apparel and Other Textile Product</i>
17	Daya Sakti	<i>Lumber and Wood Product</i>
18	Aneka Kimia	<i>Chemical and Allied Product</i>
19	Budi Acid Jaya	<i>Chemical and Allied Product</i>
20	Eterindo Wahana	<i>Chemical and Allied Product</i>
21	Lautan Luas	<i>Chemical and Allied Product</i>
22	Tri Polyta Indah	<i>Chemical and Allied Product</i>
23	Sorini	<i>Chemical and Allied Product</i>
24	Duta Pertiwi Nusantara	<i>Adhesive</i>
25	Intan Wijaya	<i>Adhesive</i>
26	Asiaplast	<i>Adhesive</i>
27	Dynaplast	<i>Adhesive</i>
28	Langgeng Makmur	<i>Adhesive</i>
29	Lapindo Internasional	<i>Adhesive</i>
30	Summitplast	<i>Adhesive</i>
31	Alumindo	<i>Metal and Allied Product</i>
32	Betonjaya	<i>Metal and Allied Product</i>
33	Lionmesh prima	<i>Metal and Allied Product</i>
34	Lion Metal	<i>Metal and Allied Product</i>
35	Itamaraya Gold	<i>Fabricated Metal Product</i>
36	Arwana Citramulia	<i>Stone, Clay, Glass</i>
37	Intikramik Alamsri	<i>Stone, Clay, Glass</i>
38	Sumi Indo Kabel	<i>Stone, Clay, Glass</i>

Lampiran II

Data Induk

NO	MGR	INST	HJPD	HJPJ	THUT	EBIT	EAT
1	0.1750	63.58	87612.25	3683.25	91295.50	6210.77	1668.50
2	0.1550	59.97	44709.25	6440.50	51149.75	9926.75	2958.25
3	4.2575	46.75	8916.00	200.50	9116.50	405.00	369.00
4	0.0900	63.31	1326722.75	176146.75	1502869.50	68246.00	160278.50
5	0.6525	74.05	842381.75	120914.00	963295.75	2076.00	46922.00
6	0.9000	64.30	340465.00	202790.00	543255.00	-9037.75	-16812.75
7	6.2800	66.93	145898.00	34943.75	180841.75	44366.75	28078.50
8	0.0350	78.98	231662.25	408872.00	640534.25	75854.25	19029.50
9	0.2825	72.12	6162512.50	276237.25	6438749.75	3173478.50	1950784.00
10	0.0100	41.04	10269554.00	9816536.00	5021522.50	10956193.00	6025195.00
11	0.1625	38.49	6875671.00	2788761.00	2416108.00	-97038.00	154821.00
12	5.4300	57.80	623758.25	868807.00	1492565.25	21017.75	3716.50
13	1.0075	57.37	317375.75	256236.75	573612.50	21036.00	-1545.25
14	0.5500	11.02	341397.00	96846.00	438243.00	-23366.25	-48992.00
15	0.8525	70.31	9900.25	300.50	10200.75	-578.25	-1531.25
16	0.0375	74.96	44410.50	41592.25	86002.75	-13734.00	-25219.25
17	0.0925	59.39	242235.00	70725.50	312960.50	9292.50	-9867.75
18	0.3200	75.66	307919.25	46344.75	354264.00	79212.25	329350.00
19	0.5600	73.25	217967.50	553413.50	771381.00	61757.75	-1087.75
20	0.0500	69.20	991755.25	751014.50	1742769.75	-538.25	-81915.00
21	0.7300	63.11	322407.75	299169.50	621577.25	77198.75	31997.25

22	1.6825	9.58	3382875.00	96955.00	3479830.00	-42915.00	-560816.00
23	0.0125	64.87	154899.00	95418.75	250317.75	55313.00	249421.50
24	1.3575	52.58	15365.75	6963.00	22328.75	3555.25	4562.50
25	2.4050	86.78	23593.00	997.25	24590.25	17663.75	11731.25
26	7.6900	49.11	70923.50	61233.75	132157.25	-1414.50	-3477.50
27	0.3075	45.42	210426.75	106279.75	316706.50	87002.50	45559.50
28	0.0125	64.20	473227.50	1755.75	474983.25	3880.75	-17587.75
29	0.1175	78.78	13108.50	332.50	13441.00	915.54	1139.00
30	0.6225	86.83	62010.50	11106.25	73116.75	8000.00	3798.50
31	1.1775	87.15	391357.25	197300.54	588657.79	37574.25	22905.25
32	9.5800	1.41	5638.75	852.50	6491.25	573.50	1513.00
33	11.5200	33.56	20457.00	4495.75	24952.75	4178.00	2413.00
34	0.1800	57.70	15094.75	1092.25	14348.00	4321.25	3150.50
35	18.3500	69.88	42812.00	229.00	43041.00	-2625.00	5272.00
36	2.4725	70.98	61088.00	70980.75	132068.75	36459.75	17848.00
37	5.7650	70.21	198638.00	566325.50	764963.50	-14306.50	26166.50
38	0.0675	93.06	83494.75	2144.00	85102.75	11503.50	2280.25
39	0.4075	13.62	187606.00	56963.25	244569.25	40160.25	20400.50
40	0.0075	47.96	9826661.00	8326140.00	18152801.00	3422488.25	874299.00
41	17.3100	70.77	296449.50	668139.00	964588.50	159406.75	74306.75
42	0.0875	82.73	336765.50	65052.25	401817.75	70686.00	54034.00
43	2.4750	66.83	290959.25	286018.00	576977.25	27713.75	9760.25
44	6.8600	30.13	43054.25	55869.50	98923.75	10051.50	1065.25
45	1.5250	68.02	106002.00	96527.75	202529.75	96598.50	50034.00

46	3.4800	49.43	78593.25	7882.75	86476.00	-7906.75	4582.75
47	0.8325	90.03	403429.50	42156.75	445586.25	100394.50	63921.75
48	0.0650	66.36	310040.75	1171243.75	1481284.50	190083.50	105610.00
49	0.0900	68.27	563793.25	343337.50	1047024.50	183756.75	102592.25
50	0.8025	58.41	7664.25	950.75	8615.00	1236.25	612.75
51	1.8000	65.56	2022.50	39311.67	31506.25	-4884.75	-3396.25
52	2.2300	68.93	65373.25	449.67	65710.50	-13926.75	-10923.00
53	0.0225	36.02			1312824.00	13090.75	10540.25
54	1.3500	61.94			67013.00	42578.50	30916.50
55	27.5950	31.38	38057.25	39401.75	77459.00	15290.00	12180.00
56	0.1125	58.73	1446.00	83.00	1508.25	-398.75	-9.50
57	0.7750	76.16	12793.75	2398.67	14592.75	0.25	1013.50
58	3.2900	50.20	16759.75	379.00	17138.75	896.00	712.75
59	2.2925	53.77	1168580.25	292544.25	1461124.50	54237.75	236649.50
60	1.6750	23.41	199980.00	390139.00	590119.00	-1050.25	-20230.50
61	0.9675	59.38	130255.00	54137.67	170858.25	15647.75	8306.25
62	0.6100	59.34	13313.50	12821.75	26135.25	-2818.50	2771.75
63	0.0200	79.23	4765.00	3674.75	8439.75	-1346.75	1323.50
64	0.8325	85.82	66266.00	14273.50	80539.50	3643.75	4763.50
65	1.0525	49.72	94318.75	96312.25	190631.00	19710.25	7132.00
66	1.6400	49.77	75683.75	17400.75	93084.50	-5967.75	-26247.00
67	0.5350	80.36	5586.50	2636.50	8223.00	5123.75	5509.25
68	2.7200	58.69	5311.25	521.50	5832.75	-2276.25	-2992.00
69	0.0025	84.72	30893.75	401.25	31295.00	-2917.50	-2153.00

FA	TASET	PENJ	CP	SB	MC
101487.00	235675.00	291092.50	111.25	922493125.00	101723242187.50
51974.75	127485.75	119264.50	35.00	520000000.00	18200000000.00
192724.75	405731.00	46354.00	92.50	7187500000.00	179543750000.00
379292.50	755215.50	431968.00	266.25	140612000.00	37437945000.00
117232.25	295666.25	267935.25	107.50	360000000.00	38700000000.00
40810.00	117903.75	405719.50	400.00	75600000.00	30240000000.00
249869.00	462549.00	639968.00	222.50	1048000000.00	220735000000.00
485952.00	1115267.00	787058.25	225.00	1514845800.00	335151844000.00
4464086.00	16707778.75	21584650.50	11025.00	1924088000.00	21213070200000.00
8222363.00	41048677.00	61516998.00	18025.00	18000000000.00	81112500000000.00
5443945.00	8861606.00	4073423.00	4225.00	1058820000.00	1118378625000.00
1133460.00	1821793.75	1131317.50	295.00	532000000.00	156940000000.00
515572.75	866604.00	542550.75	180.00	836707000.00	150607260000.00
441825.50	680956.25	306218.75	30.00	4085979403.25	111295111233.75
11291.75	60635.50	29219.00	188.75	550030000.00	103812950000.00
39263.25	143912.00	245552.00	57.50	2200000000.00	126500000000.00
173783.00	402138.50	542711.25	163.75	500000000.00	81875000000.00
304865.50	905277.25	1578302.75	790.00	312000000.00	283920000000.00
553523.75	950752.50	789828.75	106.25	1050000000.00	111562500000.00
1092643.50	1779723.75	796956.75	121.25	968297000.00	117406011250.00
322174.75	1079698.50	1279294.50	268.75	780000000.00	209625000000.00
1055714.00	2266097.00	1622191.00	1100.00	257500000.00	283250000000.00
272079.25	558604.75	534732.00	677.50	180000000.00	121950000000.00
16132.25	136105.25	70739.25	460.00	125945820.00	57935077200.00
50255.00	168848.50	122814.25	355.00	161217222.50	56967869541.25
215417.00	279501.00	186385.50	35.00	1300000000.00	45500000000.00
273741.75	454769.00	377586.25	798.75	293463380.00	238591749150.00
240430.50	510155.00	229580.75	201.25	395025530.50	72987847440.00
15872.75	37942.00	48842.75	512.50	262637200.00	134426243000.00
102093.25	187654.75	150422.50	181.25	835000000.00	151343750000.00

455059.25	987702.75	1127224.25	322.50	326000000.00	10788000000.00
17570.50	27543.50	25770.50	166.25	180000000.00	29925000000.00
13209.75	37756.50	65608.25	818.75	27166263.75	34648552218.75
16521.00	118732.50	87370.00	975.00	52016000.00	50715600000.00
21534.00	56961.00	17604.00	700.00	34000000.00	23800000000.00
184611.00	252924.50	172681.75	193.75	816415862.50	167879799625.00
543690.25	807169.00	195954.75	122.50	422500000.00	50587500000.00
176365.25	403135.75	704923.00	483.75	306000000.00	148027500000.00
63128.00	513224.00	800253.00	102.50	2013852050.25	206288107622.50
7025360.50	29827128.00	34166345.50	4925.00	3309605392.50	18065392640825.00
891439.75	1676203.00	1336828.00	681.25	450000000.00	306562500000.00
126657.25	607199.75	663371.75	1273.75	147000000.00	199290000000.00
83830.25	703966.25	554916.00	331.25	174000000.00	57637500000.00
81407.50	143849.00	128430.25	875.00	20000000.00	17500000000.00
261584.50	608555.00	634249.00	957.50	519467520.00	324017865600.00
4372.00	41613.00	81171.25	126.00	30177600.00	3802377600.00
373466.50	1182500.50	1672665.50	203.75	5554000000.25	1131627500051.25
1816715.50	2326849.00	782687.00	896.25	870705940.00	627674472570.00
1057420.00	2263064.00	3146726.25	3118.75	167242833.50	520477871300.00
4804.75	24158.50	59999.50	180.00	110000000.00	19800000000.00
26701.75	45956.00	5936.25	60.00	435000000.00	26100000000.00
55618.50	169780.50	217051.00	101.25	340000000.00	34425000000.00
38425.75	1672368.25	215513.00	47.50	930121053.00	49174618245.00
14340.75	445470.50	143064.75	130.00	2640000000.00	316600000000.00
16689.00	114144.00	94306.50	762.50	52760633.50	39750793850.00
354.00	48587.25	2498.00	73.75	176400000.00	13009500000.00
19923.00	156256.75	6377.25	101.25	1430000000.00	64350000000.00
378.25	66375.25	19223.75	23.75	475055750.00	11276254375.00
143787.50	1540422.50	236765.50	75.00	167899500.00	12592462500.00
130875.50	509434.75	32082.50	28.75	736675823.00	21963809598.75
97368.25	358580.75	60292.00	211.25	280000000.00	59150000000.00
1253.00	211566.50	9764.75	70.00	326722500.00	22870575000.00

721.25	81960.25	1648.50	161.25	591000000.00	95298750000.00
83007.25	209293.25	516848.25	650.00	400000000.00	260000000000.00
230806.75	368452.25	244683.25	202.50	331200000.00	67068000000.00
18635.75	98567.25	183723.25	28.75	1285821080.00	35170771675.00
29671.25	75788.50	48233.00	328.75	556334375.00	181738859375.00
9780.50	23721.00	9602.50	71.25	184000000.00	13110000000.00
3409.25	44125.25	68383.75	66.25	414623812.50	27030571562.50

Keterangan :

MGR : Kepemilikan manajerial

INST : Kepemilikan institusi

HJPD : hutang jangka pendek

HJPJ : Hutang jangka panjang

THUT : Total hutang

EBIT : *Earning before interest and tax*

EAT : *Earning after tax*

FA : Fixed Asset

TASET : Total Aset

PENJ : Penjualan

CP : *Closing price*

SB : Saham beredar

MC : *Market capitalisation* atau kapitalisasi pasar

Lampiran III

Data Akhir (Telah Diolah)

No	MGROWN	INST	DEBT	GROWTH
1	0.00175	0.6358	0.387379	0.081558
2	0.00155	0.5997	0.401219	0.136808
3	0.042575	0.4675	0.022469	0.215171
4	0.0009	0.6331	1.989988	-0.00992
5	0.006525	0.7405	3.258051	0.469593
6	0.009	0.643	4.607614	1.765293
7	0.0628	0.6693	0.390968	0.11466
8	0.00035	0.7898	0.574333	0.275087
9	0.002825	0.7212	0.385374	0.10669
10	0.0001	0.4104	0.122331	0.082673
11	0.001625	0.3849	0.272649	-0.01503
12	0.0543	0.578	0.819283	-0.05759
13	0.010075	0.5737	0.661908	-0.01985
14	0.0055	0.1102	0.64357	0.072286
15	0.008525	0.7031	0.168231	-0.37494
16	0.000375	0.7496	0.597607	-0.17213
17	0.000925	0.5939	0.778241	-0.04436
18	0.0032	0.7566	0.391332	0.18029
19	0.0056	0.7325	0.811337	0.074855
20	0.0005	0.692	0.979236	-0.43298
21	0.0073	0.6311	0.575695	0.185547
22	0.016825	0.0958	1.535605	0
23	0.000125	0.6487	0.448112	0.027682

signifikan antara kepemilikan institusi dengan pertumbuhan (GROWTH), temuan ini mendukung asumsi bahwa pemegang saham institusi cenderung menghindari perusahaan yang pertumbuhannya terlalu tinggi karena risiko perusahaan juga akan semakin tinggi. Penemuan lainnya adalah profit memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan hutang, hal ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan menghasilkan laba akan dapat menghasilkan dana internal yang dapat digunakan sehingga berkurangnya penggunaan dengan hutang.

Hubungan yang tidak signifikan pada beberapa hasil dari penelitian ini mungkin dikarenakan tidak efektifnya beberapa variabel pengurang masalah agensi untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia atau memang variabel tersebut tidak cocok dengan karakter perusahaan di Indonesia sehingga tidak efektif digunakan sebagai mekanisme pengurang masalah agensi. Kemungkinan lain tidak signifikannya beberapa hasil penelitian ini juga karena sampel yang digunakan relatif sedikit sehingga kurang mencerminkan karakteristik populasi perusahaan di BEJ. Sampel yang kecil tersebut terjadi karena hanya perusahaan yang telah terdaftar sejak tahun 2001 dan sebelumnya serta terdapat memiliki struktur kepemilikan manajerial saja yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini. Kemungkinan juga karena variabel kontrol yang digunakan kurang dapat menjelaskan hubungannya dengan variabel dependen, hal ini terlihat dari nilai *Adj R-square* yang rendah yaitu sebesar 17% pada persamaan pertama, 11% pada persamaan kedua dan 3% pada persamaan ketiga.

Namun secara umum penelitian ini menemukan adanya hubungan secara simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan hutang

hanya saja hubungan tersebut kurang efektif. Ketidakefektifan tersebut dimungkinkan karena di Indonesia struktur kepemilikan perusahaan cenderung dikuasai oleh keluarga, walaupun dalam data penelitian ini terlihat bahwa variabel institusi memiliki nilai yang besar namun institusi atau lembaga-lembaga tersebut dimiliki atau dikuasai oleh kepemilikan keluarga sehingga masalah agensi di Indonesia cenderung bukan disebabkan konflik antara manajer dengan pemegang saham (yang menjadi fokus dalam penelitian ini) tetapi konflik antara pemegang saham minoritas dengan pemegang saham mayoritas sehingga variabel-variabel yang digunakan tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini terbatas menggunakan struktur kepemilikan manajerial yaitu pemegang saham yang terlibat secara aktif dan langsung terhadap pengambilan keputusan perusahaan (manajer dan direktur yang mempunyai saham di perusahaan tersebut), sedangkan kepemilikan institusi yaitu menggunakan pemegang saham dari bentuk kelembagaan dan perusahaan pemerintah maupun swasta (sehingga dalam penelitian ini lembaga atau perusahaan-perusahaan tersebut diasumsikan sebagai lembaga keuangan). Hal tersebut dikarenakan sulitnya identifikasi serta terbatasnya informasi tentang struktur kepemilikan yang lebih detail dan rinci dari masing-masing perusahaan tersebut.

Penelitian yang akan datang diharapkan lebih teliti dalam mengidentifikasi dan menelusuri struktur kepemilikan pada masing-masing perusahaan yang akan diteliti, yaitu :

5.2.1 Kepemilikan manajerial mencakup direktur, manajer maupun anggota tim manajemen lain yang memegang saham perusahaan secara langsung yaitu dengan menelusuri struktur kepemilikan oleh perusahaan-perusahaan yang menjadi pemegang saham diperusahaan, karena dimungkinkan manajer atau direktur di perusahaan-perusahaan tersebut juga memegang saham diperusahaan.

5.2.2 Kepemilikan institusional hanya lembaga keuangan saja yang masuk dalam struktur ini. Institusi yang digunakan yaitu perusahaan asuransi, perusahaan dana pensiun, dan perusahaan reksadana agar lebih memberikan mekanisme monitoring yang lebih efektif.

Penelusuran yang lebih detail pada kedua struktur tersebut diharapkan akan menunjukkan adanya hubungan antara struktur kepemilikan dengan kebijakan hutang, yaitu dimaksudkan bahwa kebijakan hutang dipengaruhi oleh struktur kepemilikan hal ini karena ada kekuatan pengendalian dan kontrol pada struktur kepemilikan.

5.3 Saran

5.3.1 Penelitian ini menunjukkan nilai *R-square* dan *Adj R-square* yang relatif rendah, hendaknya penelitian yang akan datang dapat lebih banyak mengkaji atau menambah variabel kontrol yang lebih beragam dan relevan sehingga dapat lebih meningkatkan nilai *R-square*. Perubahan atau penambahan pada variabel kontrol

39	Metrodata Electronic	<i>Electronic and Office Equipment</i>
40	Astra International	<i>Automotive and Allied Product</i>
41	Branta Mulia	<i>Automotive and Allied Product</i>
42	Hexindo Adi Perkasa	<i>Automotive and Allied Product</i>
43	Intraco Petra	<i>Automotive and Allied Product</i>
44	Nipress	<i>Automotive and Allied Product</i>
45	Selamat Sempurna	<i>Automotive and Allied Product</i>
46	Inter delta	<i>Photographic Equipment</i>
47	Kimia Farma	<i>Pharmaceuticals</i>
48	Berlian Laju Tanker	<i>Transportation service</i>
49	Samudra Indonesia	<i>Transportation service</i>
50	Akbar Indo Makmur	<i>Wholesaller and Retail Trade</i>
51	Metamedia Technologies	<i>Wholesaller and Retail Trade</i>
52	Rimo Catur L	<i>Wholesaller and Retail Trade</i>
53	Bank Victoria	<i>Banking</i>
54	Trimegah	<i>Securities</i>
55	Asuransi Ramayana	<i>Insurance</i>
56	Ciptojaya Kontrindoreksa	<i>Real Estate and Property</i>
57	Jaka Arta	<i>Real Estate and Property</i>
58	Kakya Yasa Profilia	<i>Real Estate and Property</i>
59	Krida Perdana Indah G	<i>Real Estate and Property</i>
60	Mas Murni	<i>Real Estate and Property</i>
61	Pudjiadi prestige Limited	<i>Real Estate and Property</i>
62	Ristia Bintang M S	<i>Real Estate and Property</i>
63	Roda Panggon Harapan	<i>Real Estate and Property</i>
64	Panorama Sentra Wisata	<i>Real Estate and Property</i>
65	Sona Topas Tourism	<i>Real Estate and Property</i>
66	Asiana Grain	<i>Others</i>
67	Centrin Online	<i>Others</i>
68	Dyviacom	<i>Others</i>
69	Integrasi Tekhno	<i>Others</i>

24	0.013575	0.5258	0.164055	0.006142
25	0.02405	0.8678	0.145635	0.21892
26	0.0769	0.4911	0.472833	0.171311
27	0.003075	0.4542	0.696412	-0.12049
28	0.000125	0.642	0.931057	0.038128
29	0.001175	0.7878	0.354251	0.702175
30	0.006225	0.8683	0.389634	0.204335
31	0.011775	0.8715	0.595987	0.064151
32	0.0958	0.0141	0.235673	0.498574
33	0.1152	0.3356	0.660886	0.212897
34	0.0018	0.577	0.120843	0.188668
35	0.1835	0.6988	0.755622	0
36	0.024725	0.7098	0.522167	0.241114
37	0.05765	0.7021	0.947712	0.069809
38	0.000675	0.9306	0.211102	0.17159
39	0.004075	0.1362	0.476535	290.8949
40	0.000075	0.4796	0.6086	0.150946
41	0.1731	0.7077	0.57546	0.038778
42	0.000875	0.8273	0.661755	0.281402
43	0.02475	0.6683	0.819609	0.115237
44	0.0686	0.3013	0.687692	0.198045
45	0.01525	0.6802	0.332804	0.0903
46	0.0348	0.4943	2.078101	-0.06652
47	0.008325	0.9003	0.376817	0.110805
48	0.00065	0.6636	0.636605	-0.17437
49	0.0009	0.6827	0.462658	0.039475

50	0.008025	0.5841	0.356603	0.33059
51	0.018	0.6556	0.685574	0.398533
52	0.0223	0.6893	0.387032	-0.01024
53	0.000225	0.3602	0.785009	0.216583
54	0.0135	0.6194	0.150432	0.370381
55	0.27595	0.3138	0.678608	0.158081
56	0.001125	0.5873	0.031042	0.343356
57	0.00775	0.7616	0.09339	-0.19609
58	0.0329	0.502	0.25821	0.381892
59	0.022925	0.5377	0.948522	-0.2421
60	0.01675	0.2341	1.15838	0.126409
61	0.009675	0.5938	0.476485	-0.02731
62	0.0061	0.5934	0.123532	0.217943
63	0.0002	0.7923	0.102974	0.88687
64	0.008325	0.8582	0.384817	0.132418
65	0.010525	0.4972	0.517383	0.110904
66	0.0164	0.4977	0.944376	16.18167
67	0.00535	0.8036	0.108499	0.115694
68	0.0272	0.5869	0.24589	0.067652
69	0.000025	0.8472	0.709231	1.303042

No	RISK	PROFIT	FASET	SIZE
1	-7.26E-05	0.026353	0.430623	25.34552
2	1.26E-06	0.077866	0.407691	23.62469
3	-9.20E-07	0.000998	0.475006	25.91368
4	4.06E-06	0.090366	0.502231	24.34595

5	-6.19E-06	0.007021	0.396502	24.37911
6	3.87E-07	-0.07665	0.34613	24.13243
7	-7.64E-08	0.095918	0.5402	26.12023
8	3.69E-07	0.068014	0.435727	26.53785
9	-2.57E-09	0.18994	0.267186	30.68564
10	6.47E-09	0.266907	0.200308	32.02686
11	8.58E-07	-0.01095	0.614329	27.7429
12	-0.00282	0.011537	0.622167	25.77913
13	-1.27E-06	0.024274	0.594935	25.73794
14	7.77E-07	-0.03431	0.648831	25.43545
15	-2.51E-05	-0.00954	0.186223	25.36586
16	-1.34E-07	-0.09543	0.272828	25.56351
17	-3.43E-06	0.023108	0.432147	25.12846
18	5.06E-07	0.087501	0.336765	26.37196
19	4.10E-07	0.064957	0.582195	25.43785
20	-1.17E-06	-0.0003	0.61394	25.4889
21	2.38E-07	0.0715	0.298393	26.06859
22	-0.01894	-0.01894	0.465873	26.3696
23	1.07E-06	0.09902	0.487069	25.52688
24	-6.72E-06	0.026121	0.118528	24.78259
25	-1.22E-06	0.104613	0.297634	24.76575
26	-3.05E-06	-0.00506	0.77072	24.54098
27	8.50E-07	0.191311	0.601936	26.19802
28	-3.12E-06	0.007607	0.471289	25.01356
29	0.017727	0.02413	0.418342	25.62428
30	3.44E-06	0.042631	0.544048	25.74282

31	2.14E-06	0.038042	0.460725	25.40429
32	-0.00026	0.020822	0.637918	24.12196
33	3.41E-05	-0.110656	0.349867	24.26852
34	-4.55E-06	0.036395	0.139145	24.6495
35	-0.04608	-0.04608	0.378048	23.89295
36	1.59E-06	0.144153	0.729906	25.84651
37	2.01E-07	-0.01772	0.673577	24.64697
38	-4.50E-06	0.028535	0.437484	25.72066
39	1.29E-07	0.078251	0.123003	26.05254
40	7.11E-09	0.114744	0.235536	30.52502
41	-1.68E-08	0.0951	0.531821	26.44869
42	8.17E-07	0.116413	0.208592	26.01803
43	2.42E-06	0.039368	0.119083	24.77744
44	-2.08E-07	0.069875	0.565923	23.58547
45	-4.47E-09	0.158734	0.429845	26.50406
46	-1.81E-05	-0.19001	0.105063	22.05889
47	5.93E-08	0.0849	0.315828	27.75468
48	-5.48E-07	0.081691	0.780762	27.16529
49	3.10E-07	0.081198	0.467251	26.97801
50	1.82E-05	0.051172	0.198884	23.70895
51	-1.43E-05	-0.10629	0.581029	23.9852
52	-1.28E-05	-0.08203	0.327591	24.26205
53	4.01E-07	0.007828	0.022977	24.61864
54	2.01E-06	0.095581	0.032192	26.4809
55	4.14E-06	0.133954	0.14621	24.4059
56	2.46E-06	-0.00821	0.007286	23.28895

57	2.86E-06	1.60E-06	0.127502	24.8876
58	-1.50E-05	0.013499	0.005699	23.14596
59	-3.31E-06	0.03521	0.093343	23.25636
60	3.01E-06	-0.00206	0.256903	23.81266
61	-8.57E-08	0.043638	0.271538	24.80334
62	2.01E-06	-0.01332	0.005922	23.85312
63	1.27E-05	-0.01643	0.0088	25.28028
64	-4.53E-06	0.01741	0.396607	26.28395
65	-5.16E-07	0.053495	0.626422	24.92897
66	3.47E-05	-0.06054	0.189066	24.28348
67	-6.26E-06	0.067606	0.391501	25.92584
68	-1.45E-05	-0.09596	0.412314	23.29664
69	7.25E-05	-0.06612	0.077263	24.02023

Lampiran V

Hasil Analisis Two Stage Least Square

System: SIMULTAN

Estimation Method: Two-Stage Least Squares

Date: 10/10/06

Time: 10:16

Sample: 1 69

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.182615	0.083570	2.185185	0.0301
C(2)	-0.055987	0.027963	-2.002181	0.0467
C(3)	-0.006020	0.007705	-0.781285	0.4356
C(4)	-0.000150	0.000157	-0.958928	0.3388
C(5)	-2.559074	0.829272	-3.085929	0.0023
C(6)	-0.004795	0.003229	-1.484774	0.1393
C(7)	0.649645	0.033577	19.34774	0.0000
C(8)	-1.105516	0.519206	-2.129244	0.0345
C(9)	-0.020276	0.032595	-0.622075	0.5346
C(10)	-0.001727	0.000650	-2.658784	0.0085
C(11)	-0.009367	3.858812	-0.002427	0.9981
C(12)	0.734635	0.324560	2.263480	0.0247
C(13)	-0.443968	1.981281	-0.224081	0.8229
C(14)	-0.204673	0.436864	-0.468505	0.6400
C(15)	-5.676821	14.39123	-0.394464	0.6937
C(16)	-2.620656	1.130879	-2.317361	0.0215
C(17)	0.380830	0.405739	0.938609	0.3491
Determinant residual covariance	2.24E-05			

Equation:

$$\text{MGROWN} = \text{C}(1) + \text{C}(2) * \text{INST} + \text{C}(3) * \text{DEBT} + \text{C}(4) * \text{GROWTH} + \text{C}(5) * \text{RISK} + \text{C}(6) * \text{SIZE}$$

Observations: 69

R-squared	0.227873	Mean dependent var	0.024553
Adjusted R-squared	0.166593	S.D. dependent var	0.047292
S.E. of regression	0.043174	Sum squared resid	0.117429
Durbin-Watson stat	2.085745		

Equation:

$$\text{INST} = \text{C}(7) + \text{C}(8) * \text{MGROWN} + \text{C}(9) * \text{DEBT} + \text{C}(10) * \text{GROWTH} + \text{C}(11) * \text{RISK}$$

Observations: 69

R-squared	0.158186	Mean dependent var	0.601359
Adjusted R-squared	0.105573	S.D. dependent var	0.198055
S.E. of regression	0.187309	Sum squared resid	2.245413
Durbin-Watson stat	1.829171		

Equation:

$$\text{DEBT} = \text{C}(12) + \text{C}(13) * \text{MGROWN} + \text{C}(14) * \text{INST} + \text{C}(15) * \text{RISK} + \text{C}(16) * \text{PROFIT} + \text{C}(17) * \text{FASET}$$

Observations: 69

R-squared	0.098373	Mean dependent var	0.650566
Adjusted R-squared	0.026815	S.D. dependent var	0.700423
S.E. of regression	0.690968	Sum squared resid	30.07850
Durbin-Watson stat	1.112840		