

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 Berdasarkan 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 diproksikan 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 *institusional 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.

