



## LAPORAN PENELITIAN

### ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL PADA KEBIJAKKAN HUTANG DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL DALAM MENGONTROL KONFLIK KEAGENAN

Oleh:

**MARWAN, S.Pd.**  
**ERNI MASDUPI, SE.**

NO. SURAT	3 Nof, '04
TANGGAL	Hd
LOKASI	KI
REVISI	575/K/2004-a.101
REVISI	658.4012 Mar-04

UNP  
PADA

---

DIBIYAI PROYEK PENGKAJIAN DAN PENELITIAN ILMU PENGETAHUAN TERAPAN  
DENGAN SURAT PERJANJIAN PELAKSANAAN PENELITIAN  
NOMOR 093/P4T/DPPM/DM,SKW,SOSAG/III/2004  
DIREKTORAT PEMBINAAN PENELITIAN DAN PENGABDIAN PADA MASYARAKAT  
DIREKTORAT JENDERAL PENDIDIKAN TINGGI  
DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL

FAKULTAS ILMU-ILMU SOSIAL  
UNIVERSITAS NEGERI PADANG  
NOVEMBER 2004

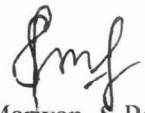
**LEMBAR IDENTITAS DAN PENGESAHAN LAPORAN AKHIR  
HASIL PENELITIAN DOSEN MUDA**

1. a. Judul Penelitian : Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajerial dalam Mengontrol Konflik Keagenan
- b. Kategori Penelitian : Manajemen (Ilmu Sosial)
2. Ketua Peneliti
- a. Nama Lengkap dan Gelar : Marwan, S.Pd
- b. Jenis Kelamin : Laki-Laki
- c. Pangkat/Golongan/NIP : **Penata Muda/IIIa/132 259 207**
- d. Jabatan Fungsional : Asisten Ahli
- e. Fakultas/ Jurusan : FIS/Ekonomi
- f. Pusat Penelitian : Universitas Negeri Padang
- g. Bidang Ilmu yang Diteliti : Ekonomi
3. Jumlah Anggota Penelitian : 1 Orang
- a. Nama Anggota Peneliti : Erni Masdupi, SE, M.Si
- b. Jenis Kelamin : Perempuan
- c. Pangkat/Golongan/NIP : Penata /IIIb/132 206 094
- d. Jabatan Fungsional : Asisten Ahli
- e. Fakultas/ Jurusan : FIS/Ekonomi
- f. Pusat Penelitian : Universitas Negeri Padang
- g. E-mail : [emasdupi@yahoo.com](mailto:emasdupi@yahoo.com)
4. Lokasi Penelitian : Bursa Efek Jakarta
5. Jangka Waktu Penelitian : 8 Bulan
6. Dana Penelitian adalah Rp 6.000.000,- (enam juta rupiah)

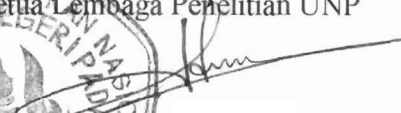
Mengetahui  
Dekan FIS

Prof. Dr. Azwar Ananda, MA  
NIP: 131 159 275

Padang, 20 Oktober 2004  
Ketua Peneliti,

  
Marwan, S.Pd  
NIP: 132 259 207

Menyetujui  
Ketua Lembaga Penelitian UNP

  
Prof. Dr. Agus Irianto  
NIP: 130 879 791

## RINGKASAN PENELITIAN

### ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL PADA KEBIJAKKAN HUTANG DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL DALAM MENGONTROL KONFLIK KEAGENAN

Oleh: Marwan dan Erni Masdupi  
(2004, 69 halaman)

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial dalam konteks teori keagenan. Penelitian ini didasarkan atas penelitian sebelumnya yang dilakukan Bathala *et al.*, (1994) yang menyatakan bahwa penggunaan kepemilikan manajerial dan hutang memainkan peran penting dalam mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan. Bathala *et al.*, juga mengungkapkan bahwa penggunaan *external monitoring* seperti investor institusional juga berperan dalam mengurangi masalah keagenan dalam perusahaan.

Penelitian ini difokuskan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, selain perusahaan keuangan dan asuransi, dalam periode 1992-1996. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah *pooling data* sehingga diperoleh sampel 100 perusahaan pada tahun observasi. Sampel dipilih berdasarkan pada *purposive sampling*.

Penelitian ini menguji dampak kepemilikan institusional pada kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial dengan menggunakan suatu rerangka yang terintegratif dengan menggunakan sistem persamaan simultan (*two stage least square-2-SLS*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *debt ratio* dan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Kata Kunci: *Debt ratio*, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Teori Keagenan, Model Persamaan Simultan- 2SLS.

MILIK PERPUSTAKAAN  
UNIV. NEGERI PADANG

## SUMMARY

### ANALYSIS OF THE IMPACT OF INSTITUTIONAL HOLDINGS ON THE DEBT POLICY AND MANAGERIAL OWNERSHIP OF FIRM TO CONTROL AGENCY CONFLICT

By. Marwan and Erni Masdupi  
(2004, 69 pages)

This study investigates the effect of institutional holdings on the debt policy and managerial ownership of the firm in the agency theory context. This study is based on the previous study by Bathala et al., (1994), recognizes that the use of managerial stock ownership and external debt play an important role in limiting agency conflict and enhancing firm value. It recognizes that external monitor such as institutional investor can serve useful role in limiting agency problem in the firm.

This study is focused on the all firm that listed on The Jakarta Stock Exchange except financial and insurance firms in 1992-1996. The method of data collection is done by pooling data and given 100 firms years observation. The firm is chosen base on purposive sampling.

This study examines the impact of institutional holdings on the debt policy and managerial ownership of the firm in integrated framework utility a simultaneous of estimation procedure (*two stage least square-2SLS*). The results of study show that institutional ownership to be insignificant and negative determinant; and significant and negative determinant of managerial ownership.

Key words: Debt Ratio, Managerial Ownership, Institutional Holdings, Agency Theory, 2- SLS Simultaneous Equations Modeling.

## PENGANTAR

Kegiatan penelitian mendukung pengembangan ilmu serta terapannya. Dalam hal ini, Lembaga Penelitian Universitas Negeri Padang berusaha mendorong dosen untuk melakukan penelitian sebagai bagian integral dari kegiatan mengajarnya, baik yang secara langsung dibiayai oleh dana Universitas Negeri Padang maupun dana dari sumber lain yang relevan atau bekerja sama dengan instansi terkait.

Sehubungan dengan itu, Lembaga Penelitian Universitas Negeri Padang bekerjasama dengan Proyek Pengkajian dan Penelitian Ilmu Pengetahuan Terapan, Direktorat Pembinaan Penelitian dan Pengabdian pada Masyarakat, Ditjen Dikti Depdiknas dengan surat perjanjian kerja No.093/P4T/DPPM/DM,SKW,SOSAG/III/2004 tanggal 25 Maret 2004 untuk melakukan penelitian dengan judul *Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manejerial dalam Mengontrol Konflik Keagenan*.

Kami menyambut gembira usaha yang dilakukan peneliti untuk menjawab berbagai permasalahan pembangunan, khususnya yang berkaitan dengan permasalahan penelitian tersebut di atas. Dengan selesainya penelitian ini, maka Lembaga Penelitian Universitas Negeri Padang telah dapat memberikan informasi yang dapat dipakai sebagai bagian upaya penting dan kompleks dalam peningkatan mutu pendidikan pada umumnya. Di samping itu, hasil penelitian ini juga diharapkan sebagai bahan masukan bagi instansi terkait dalam rangka penyusunan kebijakan pengelolaan program peningkatan kualitas Sumber Daya Manusia.

Pada kesempatan ini kami ingin mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu pelaksanaan penelitian ini. Secara khusus, kami sampaikan terima kasih kepada Pimpinan Proyek Peningkatan Penelitian Pendidikan Tinggi, Direktorat Pembinaan Penelitian dan Pengabdian pada Masyarakat, Ditjen Dikti Depdiknas yang telah memberikan dana untuk pelaksanaan penelitian ini. Kami yakin tanpa dedikasi dan kerjasama yang terjalin selama ini, penelitian ini tidak dapat diselesaikan sebagaimana yang diharapkan. Semoga kerjasama yang baik ini dapat dilanjutkan untuk masa yang akan datang.

Terima kasih.

Padang, Nopember 2004

Ketua Lembaga Penelitian  
Universitas Negeri Padang,



Prof. Dr. H. Agus Irianto  
NIP. 130879791

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kami panjatkan kehadiran Allah SWT karena berkat rahmatNya juga tim peneliti dapat menyelesaikan penelian ini. Tim peneliti banyak mendapat bantuan dalam penulisan laporan ini baik secara moril maupun materil. Untuk itu tim peneliti mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Pimpinan Proyek Peningkatan Penelitian Tinggi Depdiknas Jakarta sebagai penyandang dana
2. Ketua Lembaga Penelitian Universitas Negeri Padang sebagai penyalur dan pembina kegiatan penelitian
3. Semua pihak yang telah ikut berpartisipasi dalam pelaksanaan dan penyelesaian penelitian ini.

Semoga laporan hasil penelitian ini bermanfaat bagi kita semua. Kami menyadari bahwa penelitian ini masih jauh dari kesempurnaan dan pada kesempatan ini kami mohon maaf. Terima kasih.

Padang, Oktober 2004

Ketua Peneliti,



Marwan, S.Pd



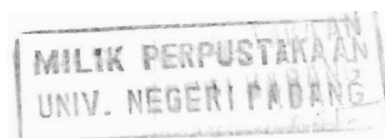
## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 4.1 : Pengujian Identifikasi Untuk Persamaan Penelitian	38
Tabel 5.1 : Descriptive statistic	40
Tabel 5.2 : Hasil Ringkasan 2-SLS Persamaan <i>Debt Ratio</i>	43
Tabel 5.3 : Hasil Ringkasan 2-SLS Persamaan <i>Managerial Ownership</i>	45

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 4.1 : Kerangka Skematik Penelitian

34



viii



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	: Biodata Peneliti	62
Lampiran 2	: Data Nama Perusahaan dan Variabel Penelitian	64
Lampiran 3	: Statistik Deskriptif	67
Lampiran 4	: Hasil Olahan 2-SLS Persamaan <i>Debt Ratio</i>	68
Lampiran 5	: Hasil Olahan 2-SLS Persamaan <i>Managerial Ownership</i>	69

## DAFTAR ISI

LEMBAR IDENTITAS DAN PENGESAHAN	ii
RINGKASAN DAN SUMMARY	iii
PRAKATA	v
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR TABEL	vii
DAFTAR GAMBAR	viii
DAFTAR LAMPIRAN	ix
DAFTAR ISI	x
<b>BAB I. PENDAHULUAN</b>	
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan masalah	8
1.3. Batasan penelitian	8
1.4. Sistematika Penelitian	9
<b>Bab II Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis</b>	10
2.1. Teori Keagenan	10
2.2. Mekanisme Pengawasan dalam Mengontrol Konflik Keagenan	13
2.3. Peranan <i>Institutional Investor</i> sebagai <i>Monitoring Agents</i> dalam Mengatasi Konflik Keagenan	17
2.4. Kajian Ulang Penelitian Terdahulu	18
2.5. Perumusan Hipotesis	24
2.6. Beberapa Variabel Kontrol Penelitian	25
<b>III Tujuan dan Manfaat Penelitian</b>	29
3.1. Tujuan Penelitian	29
3.2. Manfaat Penelitian	29

Bab IV Metode Penelitian	30
4.1. Sifat Penelitian	30
4.2. Populasi dan Sampel	30
4.3. Jenis dan Sumber data	31
4.4. Teknik Pengumpulan Data	31
4.5. Defenisi Operasional dan Pengukuran Variabel	31
4.6. Kerangka Skematik Penelitian	34
4.7. Teknik Analisis Data	34
4.8. Masalah Identifikasi	37
4.9. Prosedur Pengujian	38
Bab V Temuan Penelitian dan Pembahasan	40
5.1. Statistik Deskriptif	40
5.2. Temuan Penelitian	42
5.3. Pembahasan	46
Bab VI Simpulan, Keterbatasan Penelitian dan Saran	55
6.1. Simpulan	55
6.2. Keterbatasan Penelitian	58
6.3. Saran	59
Daftar Kepustakaan	60
Lampiran	62

## BAB I

### PENDAHULUAN

Bab satu merupakan pendahuluan yang terdiri dari latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, batasan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

#### 1.1. Latar Belakang

Manajemen keuangan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*shareholders*) melalui keputusan atau kebijakan investasi, pendanaan dan deviden yang tercermin dalam harga saham di pasar modal. Semakin tinggi harga saham, berarti kesejahteraan pemilik semakin meningkat. Dalam menjalankan usaha biasanya pemilik melimpahkan kepada pihak lain yaitu manajer yang menyebabkan timbulnya hubungan keagenan. Aspek-aspek masalah keagenan selalu dimasukkan ke dalam keuangan perusahaan karena banyaknya keputusan keuangan yang diwarnai oleh masalah keagenan. Dalam konteks keuangan masalah tersebut muncul antara prinsipal dan agen. Menurut Brigham, Gapenski dan Daves, (1999) masalah keagenan tersebut bisa terjadi antara: 1) pemilik (*shareholders*) dengan manajer, 2) manajer dengan *debtholders* dan 3) manajer dan *shareholders* dengan *debtholders*.

Manajer dalam menjalankan perusahaan seharusnya lebih mementingkan kepentingan pemilik daripada kepentingan manajer pribadi. Dalam kenyataannya manajer sering lebih mengutamakan kepentingan pribadi daripada kepentingan pemilik. Pemilik dapat mendiversifikasikan usahanya. Agen (manajer) tidak dapat mendiversifikasikan usahanya, jika perusahaan yang dipimpinnya *collaps* maka manajer akan kehilangan pekerjaan. Hal seperti ini dapat menyebabkan perbedaan perilaku manajer dengan pemilik. Agen belum tentu berperilaku seperti yang diinginkan oleh pemilik.

Konflik keagenan ini diangkat dari fenomena yang ada di Amerika Serikat. Pada perusahaan yang *go public* kepemilikannya sangat menyebar, pemegang saham hanya memiliki 5% saham perusahaan. Hal ini akan berdampak pada pengelolaan yang menyebabkan timbulnya konflik antara agen dan pemilik. Untuk itu perusahaan harus bisa mengendalikan masalah keagenan ini. Untuk mengontrol perilaku agen tentu akan membutuhkan biaya.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), konflik keagenan ini meningkat karena adanya pemisahan antara fungsi pembuat keputusan dengan fungsi yang menanggung risiko. Jensen dan Meckling memperlihatkan adanya kecenderungan agen untuk meningkatkan keuntungan pribadi dan perilaku oportunistik lainnya atas biaya yang ditanggung oleh pemilik. Biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengurangi masalah keagenan ini disebut dengan biaya keagenan. Selanjutnya Jensen dan Meckling mendefinisikan biaya keagenan sebagai biaya yang meliputi tiga komponen, yaitu: 1) pengeluaran *monitoring* yang dilakukan oleh pemilik, 2) pengeluaran *bonding* oleh manajemen, dan 3) *residual loss*.

Biaya keagenan ekuitas dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Dengan meningkatnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan ini diharapkan dapat menyamakan kepentingan manajer dengan pemilik. Manajer tidak mungkin berperilaku oportunistik lagi karena manajer juga ikut memiliki perusahaan tersebut. Nilai perusahaan yang bagus juga bisa meningkatkan kesejahteraan *shareholders*.

Struktur kepemilikan saham manajerial merupakan proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajer. Mehran *et al.* (1992) mengukur struktur kepemilikan manajerial sebagai prosentase saham biasa yang dimiliki oleh para *chief executive officer* ditambah dengan kepemilikan oleh keluarga dekat. Bagnani *et al.* (1994)

seperti dikutip Setiyono (2000), mengukur struktur kepemilikan saham manajerial sebagai prosentase saham biasa dan atau opsi saham yang dimiliki oleh direktur dan *officer*. Dalam penelitian ini, struktur kepemilikan saham manajerial diukur sebagai prosentase saham biasa yang dimiliki oleh dewan manajemen, yang didalamnya terdapat direktur dan komisaris. Kepemilikan saham oleh komisaris diakui sebagai kepemilikan manajerial karena saham-saham perusahaan Indonesia biasanya dimiliki oleh sekelompok keluarga tertentu sehingga independensi direktur dari komisaris tidak ada.

Demsetz dan Lehn (1985), menyajikan beberapa argumen bahwa kepemilikan manajerial atau *insider* akan bervariasi diantara perusahaan. Umumnya manfaat dari kepemilikan *insider* dihubungkan dengan tambahan dalam potensi kontrol para manajer yang mengambil andil besar dalam perusahaan. Biaya dari kepemilikan *insider* ini ditanggung oleh para *insider* yang harus mengalokasikan sebagian besar kekayaan mereka untuk perusahaan dan menanggung suatu portofolio yang tidak terdiversifikasi.

Hutang juga bisa digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Jensen (1986), berpendapat bahwa dengan hutang "*bond*" maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan prinsipal. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *cash flow* untuk kegiatan-kegiatan yang tidak optimal. Grosmann dan Hart (1982) seperti dikutip Bathala *et al.* (1994), juga berpendapat serupa bahwa eksistensi hutang bisa memaksa manajer untuk menikmati keuntungan yang lebih sedikit dan menjadikan manajer lebih efisien seperti mengurangi kemungkinan kebangkrutan, kehilangan kontrol dan reputasi.

Hutang yang terlalu besar juga akan menimbulkan biaya keagenan hutang. Hutang yang terlalu besar meningkatkan keinginan *shareholders* untuk memilih

proyek-proyek yang lebih berisiko dengan harapan akan memperoleh *return* yang lebih tinggi. Apabila proyek berhasil maka *return* akan meningkat dan *debtholders* hanya menerima sebesar tingkat bunga dan sisanya dinikmati oleh *shareholders*. Sebaliknya jika proyek tersebut gagal maka mereka dapat mengalihkan penanggungungan risiko pada pihak kreditur. Di sisi lain penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan (Bathala *et al.*, 1994).

Grossman dan Hart (1982), menyatakan bahwa tingkat kepemilikan *insider* dan hutang yang terlalu tinggi dapat menimbulkan masalah pertahanan (*entrenchment problems*), artinya jika tingkat kepemilikan *insider* tinggi menyebabkan mereka memiliki posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan pihak *stockholders* eksternal akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan *insider*. Hal ini disebabkan karena *insider* mempunyai hak *voting* yang tinggi atas kepemilikannya yang tinggi.

Adanya *trade off* antara biaya keagenan ekuitas eksternal dan hutang maka perusahaan perlu menentukan jumlah hutang dan tingkat kepemilikan manajerial yang optimal untuk mengurangi biaya keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan. Untuk mengatasi kelemahan tersebut, Fama dan Jensen (1989) dan Agrawal dan Mandelker (1990) menganjurkan pentingnya suatu mekanisme pengawasan dalam perusahaan. Menurut Fama dan Jensen (1983), seperti dikutip Bathala *et al* (1994), untuk mengurangi masalah keagenan tersebut maka diperlukan mekanisme *monitoring* internal yang meliputi persaingan antar manejer dalam perusahaan, auditor dan dewan direksi. Mekanisme *monitoring* eksternal meliputi pasar saham dan *takeover market*. Salah satu mekanisme pengawasan eksternal adalah dengan mengaktifkan *monitoring* melalui investor institusional. Kepemilikan institusional

ini meliputi kepemilikan perusahaan investasi, baik perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga lain.

Secara empiris pendapat di atas telah diuji oleh beberapa penulis, seperti Bathala *et al.* (1994), yang menguji kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan dampak dari kepemilikan institusional. Penelitian yang mereka lakukan menghipotesiskan bahwa peningkatan kepemilikan institusional dapat mengurangi hutang dan kepemilikan manajerial untuk mengurangi konflik keagenan. Pendapat ini menekankan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar dari kepemilikan institusional sehingga dapat menghilangkan perilaku oportunistik manajer. Hasil penelitian mereka juga menunjukkan bahwa aktivitas kepemilikan institusional yang semakin tinggi dalam pengawasan dapat memaksa manajer untuk mengurangi hutang secara optimal sehingga dapat mengurangi konflik keagenan atas hutang (*agency cost of debt*). Di pihak lain fungsi kepemilikan *insider* dalam menghilangkan konflik keagenan akan diganti dengan kepemilikan institusional dengan meningkatkan keterlibatan mereka secara aktif dalam pengawasan terhadap perilaku manajer. Lebih lanjut Bathala *et al.* (1994), menyatakan bahwa peningkatan aktivitas kepemilikan institusional dalam pengawasan terhadap manajer akan meningkatkan akuntabilitas manajerial. Kondisi ini disebut sebagai suatu mekanisme pengawasan dalam mengurangi konflik keagenan.

Berdasarkan perspektif teoritikal, Selfer dan Vishny (1986) berpendapat bahwa *shareholders* yang besar mempunyai dorongan untuk memonitor manajer agar melakukan aktivitas yang sesuai dengan kepentingan pemilik. Kepemilikan institusional yang terlalu banyak juga dikaitkan dengan biaya. Kepemilikan institusional meningkatkan *volatility* harga saham. Dalam menentukan mekanisme



pengurangan biaya keagenan maka harus dipertimbangkan *cost benefitnya*. Manajer diharapkan dapat meminimalkan biaya keagenan.

Menurut Bathala *et al.* (1994), peningkatan kepemilikan institusional dapat menyeimbangkan kebutuhan hutang dan kepemilikan manajerial untuk mengurangi biaya keagenan. Pada tingkat ekuilibrium tinggi, kepemilikan institusional berhubungan terbalik dengan proporsi hutang dan kepemilikan manajerial. Hal ini diteliti secara empiris dengan menggunakan dua persamaan simultan. Analisis ini disebut sebagai analisis persamaan simultan karena pada persamaan pertama (persamaan *debt ratio*), *debt ratio* merupakan variabel endogen dan pada persamaan kedua *debt ratio* merupakan variabel eksogen. Sebaliknya *manajerial ownership* juga demikian. *Manajerial ownership* pada persamaan kedua merupakan persamaan endogen sedangkan pada persamaan pertama merupakan variabel eksogen.

Ada dua variabel endogen yaitu *debt ratio* dan *managerial ownership*. *Debt ratio* menggunakan enam variabel eksogen yaitu *earning volatility*, *non debt tax shield*, *expenditure in non tangible assets*, *assets growth*, *institutional holding* dan *managerial ownership*. Determinan *managerial ownership* adalah *stock return volatility*, *expenditure in non tangible assets*, *assets growth*, *firm size*, *institutional holding* dan *debt ratio*. Empat variabel pertama dalam kedua persamaan tersebut merupakan variabel kontrol, kepemilikan institusional merupakan variabel penjelas. Kepemilikan manajerial merupakan regresor dalam persamaan *debt ratio* dan sebaliknya *debt ratio* merupakan regresor dalam persamaan *managerial ownership*. Hasil dari persamaan simultan menyatakan bahwa kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial ditentukan oleh pertukaran variabel yaitu : kepemilikan institusional yang tinggi diasosiasikan dengan tingkat hutang yang rendah dan kepemilikan manajerial yang rendah (Bathala *et al.* 1994).

Penelitian sejenis juga dilakukan oleh Sihombing (2000). Dalam menentukan persamaan *debt ratio*, Sihombing menggunakan variabel eksogen *earning volatility*, *firm size*, *asset growth*, *intitutional holdings* dan *insider ownership*. Persamaan *insider ownership* ditentukan dengan menggunakan variabel eksogen *stock return volatility*, *firm size*, *assets growth*, *institutional holding* dan *debt ratio*.

Dalam persamaan *debt ratio* Sihombing memasukan variabel *firm size* dan menggunakan proksi pertumbuhan total assets untuk menentukan *growth*. Berdasarkan hasil penelitian, semua variabel eksogen berpengaruh signifikan kecuali variabel *growth*.

Berdasarkan pada penelitian Bathala *et al.* (1994) dan disesuaikan dengan kondisi di Indonesia, penulis bermaksud melakukan penelitian sejenis dengan menggunakan dua variabel endogen yaitu *debt ratio* dan *managerial ownership*. Persamaan *debt ratio* menggunakan empat variabel eksogen yaitu *earning volatility*, *sales growth*, *firm size* *institutional holding*, dan *managerial ownership*. Determinan *managerial ownership* adalah *stock return volatility*, *sales growth*, *firm size*, *institutional holding* dan *debt ratio*. Tiga variabel pertama pada masing-masing persamaan tersebut merupakan variabel kontrol. Variabel kontrol ini diseleksi atas dasar teori-teori terdahulu dan studi empirik yang mengungkapkan isu-isu tentang hutang dan kepemilikan manajerial. Studi empirik yang mengemukakan model persamaan *managerial ownership* masih sedikit (Friend dan Lang (1988), Crutchley dan Hansen (1989) dan Jensen, Soberg dan Zorn (1992)). Kepemilikan institusional merupakan variabel penjelas pada kedua persamaan. Kepemilikan manajerial ini dimasukkan sebagai variabel eksogen karena variabel ini bukan variabel keputusan manajemen. *Managerial ownership* merupakan regresor pada persamaan *debt ratio* dan *debt ratio* merupakan regresor pada persamaan *managerial ownership*.

UNIVERSITAS  
SILANGKAH

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan di atas maka penulis tertarik untuk meneliti lebih lanjut konsep keagenan ini dengan judul:

*Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajerial dalam Mengontrol Konflik Keagenan.*

## **1.2. Perumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang yang dikemukakan di atas maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- 1) Apakah *institutional holdings* berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan?
- 2) Apakah *institutional holdings* berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial?

## **1.3. Batasan Penelitian**

Agar penelitian ini lebih terarah maka perlu adanya batasan penelitian yang meliputi:

1. Perusahaan yang menjadi populasi dalam penelitian ini yaitu seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selain perusahaan keuangan dan asuransi, selama tahun 1992-1996 dan memiliki laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Periode 1997 ke atas tidak dimasukkan karena adanya pengaruh krisis moneter terhadap variabel yang digunakan.
2. Sampel didasarkan pada kriteria berikut: memiliki laporan keuangan selama periode pengamatan dan dipublikasikan dalam ICMD, mempunyai kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris (*insiders ownerships*), kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investor*), memiliki kebijakan hutang dan mempunyai EBIT positif.

3. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Bataala *et al.* (1994), tetapi beberapa variabel kontrol yang digunakan Bataala *et al.*, tidak dimasukkan seperti biaya iklan dan biaya penelitian dan pengembangan dengan alasan tidak tersedianya data tersebut pada ICMD. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah *earning volatility*, *stock return volatility*, *sales growth*, *firm size*.

#### **1.4. Sistematika Penulisan**

Penelitian ini disusun dengan sistematika berikut. Bab pertama, merupakan pendahuluan yang menguraikan latar belakang masalah, perumusan masalah, batasan penelitian dan sistematika penulisan. Bab kedua, merupakan landasan teoritis meliputi teori keagenan, mekanisme untuk mengontrol konflik keagenan, peran investor institusional, tinjauan penelitian terdahulu dan pengembangan hipotesis. Bab ketiga, menjelaskan tentang tujuan penelitian dan manfaat penelitian. Bab keempat menjelaskan metode penelitian secara komprehensif yang digunakan untuk membuktikan hipotesis. Bab kelima, menyajikan hasil temuan analisis empiris dan bab keenam, merupakan simpulan, keterbatasan dan saran penelitian.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Bab ini akan menguraikan tentang teori keagenan, mekanisme pengawasan dalam mengontrol konflik keagenan, peranan *institutional investor* sebagai *monitoring agents* dalam mengatasi konflik keagenan, kajian ulang penelitian terdahulu, perumusan hipotesis dan variabel kontrol penelitian dan kerangka konseptual penelitian.

#### 2.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

##### 2.1.1. Konflik Keagenan antara Pemegang Saham dengan Manajer

Teori keagenan menyatakan bahwa kepemilikan saham yang tersebar dan portofolio yang terdiversifikasi menyebabkan pemegang saham (*stockholders*) mendelegasikan pembuatan keputusan keuangan dan keputusan lainnya kepada manajer perusahaan (Crutchley and Hansen, 1989). Jensen dan Mecling (1976) menyatakan hubungan keagenan adalah sebuah kontrak yang mana satu atau lebih *principal* (pemilik) menggunakan orang lain atau *agent* (manajer) untuk menjalankan aktivitas perusahaan.

Dalam perusahaan besar, konflik keagenan yang potensial itu penting karena manajer perusahaan besar pada umumnya hanya memiliki saham perusahaan dalam prosentase yang kecil. Dalam situasi ini, untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan *stockholders* bisa bertentangan dengan tujuan manajer secara pribadi. Sebagai contoh, orang-orang berpendapat bahwa tujuan utama beberapa manajer adalah untuk menjadikan perusahaan mereka dalam ukuran besar. Dengan menciptakan perusahaan yang besar dan pertumbuhan yang cepat, manajer

dapat meningkatkan keamanan pekerjaan atau jabatannya karena pengambilalihan perusahaan secara paksa (*Hostile take over*) kemungkinannya kecil sekali. Kemudian juga dapat meningkatkan *power* manajer, status dan gaji serta menciptakan peluang yang lebih besar bagi *lower dan middle manager*.

Dalam kenyataannya, agen tidak selalu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, melainkan lebih cenderung untuk meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri. Para manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya ditanggung oleh pihak lain. Perilaku ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan tidak suka menanggung risiko atau *risk averse*, (Harianto dan sudomo, 1998). Keterbatasan sifat manusia ini menyebabkan prinsipal dan agen saling mencari peluang untuk menguntungkan diri sendiri atas biaya salah satu pihak. Apabila kondisi ini terjadi maka konflik antara agen dan prinsipal akan muncul. Biaya keagenan akan terjadi bila manajer tidak berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan, dan *stockholders* akan menanggung biaya untuk memonitor perilaku manajer dan mempengaruhi tindakan mereka (Brealey dan Myers, 2000). Selanjutnya, sebagai dampak dari konflik antara pemilik dan manajer maka pasar akan membuat estimasi biaya-biaya yang tidak bias dan mengurangi nilai saham perusahaan. Kerugian ini merupakan biaya keagenan ekuitas bagi perusahaan atau *agency cost of equity* (Moh'd et al., 1998)

### **2.1.2. Konflik Keagenan antara Pemegang Saham dengan Kreditur**

Konflik keagenan bisa juga terjadi antara *stockholders* (melalui manajer) dengan kreditur. Kreditur mempunyai klaim atas laba perusahaan untuk pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Mereka juga mempunyai klaim atas *asset* perusahaan bila

terjadi peristiwa kebangkrutan. Bagaimanapun *stockholders* (melalui manajer) mempunyai kontrol keputusan yang mempengaruhi risiko perusahaan.

Kreditur meminjamkan dana pada tingkat bunga tertentu yang didasarkan atas risiko perusahaan, yang pada gilirannya didasarkan atas risiko *asset* yang ada, harapan yang terkait dengan risiko tambahana *asset* di masa yang akan datang, struktur modal sekarang dan harapan yang terkait dengan struktur modal di masa yang akan datang. (Aji Aritejo, 2002). Ini semua merupakan faktor utama penentu risiko aliran kas perusahaan, yang terkait dengan keamanan *debt*. Sekarang, andaikan *stockholders*, bertindak melalui manajemen, menyebabkan perusahaan menjual beberapa *asset* yang relatif aman dan menginvestasikan *proceeds* tersebut dalam sebuah proyek baru yang besar dan lebih berisiko dari *asset* lama. Peningkatan risiko ini akan menyebabkan tingkat hasil yang disyaratkan atas hutang akan meningkat sehingga nilai hutang yang beredar akan jatuh. Selanjutnya, andaikan manajer perusahaan meminjam dana tambahan dan menggunakannya untuk membeli beberapa lembar saham perusahaan yang beredar (*stock outstanding*) dalam upaya meningkatkan *stockholders' return on equity*. Hal ini menyebabkan nilai hutang akan turun karena adanya jumlah hutang yang lebih banyak yang dijamin dengan jumlah *asset* yang sama (*asset* tidak berubah). Dalam kedua situasi ini *stockholder* cenderung untuk memperoleh keuntungan atas biaya yang ditanggung oleh kreditur.

Sungguhpun demikian, kreditur berusaha untuk melindungi diri mereka dengan menetapkan sejumlah ketentuan (*covenant*) dalam persetujuan hutang. Untuk itu, jika manajer perusahaan mencoba mengambil keuntungan dari mereka maka mereka akan menolak memberikan *debt* atau meningkatkan tingkat suku bunga melebihi tingkat suku bunga normal sebagai kompensasi atas risiko yang mereka tanggung. Sebagai akibatnya, perusahaan akan kehilangan akses ke pasar hutang atau

dihadapkan pada tingkat suku bunga pinjaman yang tinggi dan *covenant*, yang semua ini akan merugikan *stockholders* (Brigham *et al.*, 1999).

### 2.1.3. Konflik Keagenan antara Pemegang Saham, Manajer dan Kreditur

Ketika perusahaan menderita kebangkrutan, sebuah keputusan harus dibuat untuk melikuidasi bisnis dengan menjual *asset* perusahaan atau mereorganisasi perusahaan dan membiarkan perusahaan tetap berjalan. Manajer akan membuat perubahan pertama kali, dan manajer memilih untuk mereorganisasi perusahaan untuk mengamankan jabatannya. Hal ini akan menimbulkan konflik antara manajer dengan *stockholders* atau kreditur atau *stockholders* dan kreditur karena suatu analisis yang objektif akan menghasilkan kesimpulan bahwa perusahaan 'lebih baik mati daripada tetap hidup' (Brigham *et al.*, 1999).

Apabila sebuah perusahaan yang lebih baik mati daripada hidup, direorganisasi maka ini akan melibatkan negosiasi yang mendalam antara kreditur, *stockholders* dan manajer yang berbeda-beda dan masing-masing kelompok juga mempunyai kepentingan yang berbeda. Secara umum, kreditur menginginkan perusahaan dilikuidasi dan mereka akan memperoleh dana secara lebih cepat. Di pihak lain, manajemen menginginkan agar perusahaan tersebut tetap hidup dan setuju dengan reorganisasi. Namun demikian untuk melakukan reorganisasi harus mendapat dukungan dari kreditur. Kemudian manajer akan menawarkan kepada kreditur kemungkinan yang bisa diperoleh kreditur dengan reorganisasi. Pada saat yang sama *stockholders* bisa saja mengganti manajer (Brigham *et al.*, 1999).

## 2.2. Mekanisme Pengawasan dalam Mengontrol Konflik Keagenan

Menurut studi Jensen dan Meckling (1976), perusahaan yang semakin besar akan potensial terkena *agency problems* sebagai akibat adanya pemisahan antara



fungsi pengambil keputusan dan penanggung risiko (*risk bearing*). Dalam keadaan ini, manajer mempunyai kecenderungan untuk melakukan konsumsi atas keuntungan tambahan secara berlebihan, karena risiko yang ditanggungnya relatif sama dan ini disebut sebagai *agency cost of equity*. Untuk meminimumkan konflik antara manajerial dan pemegang saham eksternal, maka diperlukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*.

Brigham dan Gapensky (1999), menyatakan bahwa *agency cost* merupakan biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara *stockholders* dan *bondholders*. Jensen dan Meckling (1976), mendefinisikan biaya keagenan sebagai jumlah dari pengeluaran untuk pengawasan (*monitoring*) yang dikeluarkan oleh prinsipal, pengeluaran karena penjaminan oleh agen atau *insiders*, serta pengeluaran karena *residual loss* atau biaya yang timbul karena prinsipal merasa kehilangan kenyamanan sebagai akibat adanya penyimpangan antara harapan dengan yang diputuskan oleh agen. Oleh karena itu pihak manajerial, sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan perlu mempertimbangkan dampak yang muncul atas keputusan tersebut khususnya dalam rangka mengurangi *agency problems* yang dapat meminimumkan biaya keagenan. Lebih lanjut Jensen dan Meckling (1976), menyatakan keputusan struktur modal yang dilakukan manajer adalah menyeimbangkan antara *agency cost of debt* dengan *agency cost of equity*

Dalam mengatasi masalah keagenan dan mengurangi biaya keagenan maka dapat dilakukan beberapa cara berikut. Pertama, dengan meningkatkan *managerial's ownership*. Menurut pendekatan ini, *agency problems* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan (Jensen dan Meckling 1976)

Dengan adanya kepemilikan saham maka *managerials* akan merasakan langsung akibat dari keputusan yang diambilnya sehingga tidak mungkin manajer bertindak oportunistik lagi. Dengan demikian, kepemilikan saham perusahaan merupakan insentif bagi para manajer dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Kedua, pendekatan pengawasan eksternal. Pendekatan ini dilakukan melalui penggunaan hutang. Peningkatan penggunaan *debt financing* akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Jensen (1986), menyatakan bahwa dengan adanya hutang akan dapat mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian akan menghindari investasi yang sia-sia. Hutang tidak hanya menyamakan kepentingan manajer dan pemegang saham tapi juga meningkatkan risiko kebangkrutan dan kerugian pekerjaan atau *job loss*. Risiko-risiko tersebut akan memaksa manajer untuk mengurangi pengeluaran yang tidak perlu sehingga dapat meningkatkan efisiensi perusahaan (Grosman dan Hart, 1982). Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Penggunaan tersebut dikaitkan dengan peningkatan harga saham perusahaan dan pengurangan hutang akan menurunkan harga saham perusahaan (Masulis, 1988).

Ketiga, *institutional investor* sebagai *monitoring agent*. Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham diantara pemegang saham dari luar (*outside shareholders*) yaitu *institutional investor* dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menantang keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran *power* menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan

asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajerial.

Hal ini senada dengan Bathala *et al.* (1994), menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investor*) merupakan *monitoring agents* penting yang memainkan peranan secara aktif dan konsisten di dalam melindungi investasi saham yang mereka pertaruhkan di dalam perusahaan. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham.

Menurut Sleiver dan Vishny (1986), seperti dikutip Faisal (2000), dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham besar seperti *institutional investor* akan dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif, sehingga membatasi perilaku oportunistik yang bisa diambil *managerials*. Meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional investor* dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang dan *managerial ownership*. Dengan demikian, kehadiran *institutional investor* di dalam perusahaan berhubungan negatif dengan hutang perusahaan.

Pendekatan lainnya adalah melalui *labor market controls*, *capital control* dan ancaman *takeover* (Mester, 1998), seperti dikutip Faisal (2000). Dalam *labor market control*, maka pemberian kompensasi kepada *managerials* dikaitkan dengan kinerja dan nilai saham perusahaan. Manajer yang mempunyai kinerja yang baik akan mendapatkan kompensasi yang lebih baik dan lebih mudah mendapatkan pekerjaan yang lain jika keluar dari perusahaan tersebut. Sebaliknya manajer dengan kinerja buruk akan kesulitan mendapatkan pekerjaan, khususnya jika perusahaan tersebut diambil alih oleh perusahaan lain. Hal senada juga dikemukakan oleh Smith dan Swatts (1982), bahwa pemberian kompensasi seperti *executive option plan* dapat memotivasi para manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan. Pendekatan *capital market control* dilakukan melalui rapat umum pemegang saham. Pengawasan

melelalui ancaman *takeover* akan mendisplinkan manajer dalam bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Sebagai konsekwensinya, manajer yang berkinerja jelek akan tersingkir jika *takeover* terjadi.

### 2.3. Peranan *Institutional Investor* sebagai *Monitoring Agents* dalam Mengatasi Konflik Keagenan

Coffe (1991) seperti dikutip Faisal (2000) menyatakan bahwa ada perubahan perilaku *institutional investor* dari investor yang pasif menjadi investor yang aktif dalam melakukan *monitoring*. Menurut Coffe, meningkatnya aktivitas para investor institusional dalam melakukan pengawasan disebabkan oleh kenyataan bahwa, adanya kepemilikan saham yang signifikan oleh investor institusional telah meningkatkan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Dalam waktu yang sama biaya untuk keluar dari investasi (*exit cost*) yang mereka lakukan cukup mahal, karena adanya risiko saham akan terjual pada harga diskon. Tren peningkatan aktivitas *institutional investor* dapat dijelaskan melalui fakta bahwa dengan kepemilikan institusional yang semakin tinggi dapat memaksa *insider* untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi secara optimal.

Menurut Bathala *et al.* (1994), peningkatan *institutional investor* didukung oleh usaha mereka untuk meningkatkan tanggung jawab *insider*. Aktivitas pengawasan tersebut dapat dilakukan dengan menempatkan para komite penasehat (*advisory commitees*) yang bekerja untuk melindungi kepentingan pemegang saham eksternal. Pendapat ini sama dengan yang dikemukakan Fama dan Jensen (1983), yang menyatakan bahwa mekanisme pengawasan dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli (*decision expert*) yang tidak dibiayai perusahaan sehingga tidak berada di bawah pengawasan *insider*. Dengan demikian, dewan ahli dapat menjalankan fungsinya secara efektif untuk memonitor tindakan *insiders*. Bathala *et al.* (1994)

menyatakan bahwa kehadiran investor institusional sebagai *monitoring agent* sangat efektif untuk mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan sekaligus akan memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang yang lebih optimal. Brigham dan Gapensky (1999) menjelaskan bahwa bentuk pengawasan lain adalah dengan cara memberikan masukan-masukan sebagai bahan pertimbangan bagi *insider* dalam menjalankan usaha dan melalui rapat umum pemegang saham.

Dengan demikian kepemilikan institusional yang semakin besar akan menyebabkan usaha pengawasan semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer. Tindakan pengawasan tersebut akan mengurangi biaya keagenan karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah (Bathala *et al.* 1994).

#### **2.4. Kajian Ulang Penelitian Terdahulu**

Agrawal Mandalkar (1987) dengan judul "*Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decision*". Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji hubungan antara saham dengan opsi yang dipegang manajer serta karakteristik keputusan investasi yang diambil perusahaan terutama dalam variabilitas *return on assets*. Tujuan lainnya adalah menguji hubungan antara saham yang dipegang manajer dan keputusan pendanaan perusahaan. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa jumlah saham yang dipegang oleh *insiders* (manajer) pada perusahaan yang *variance return*-nya meningkat lebih besar dari perusahaan yang *variance return*-nya menurun. Penelitian tersebut juga menemukan adanya hubungan positif antar saham yang dimiliki *insiders* dengan *debt ratio*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh *insider* lebih besar pada perusahaan yang *debt equity ratio*-

nya meningkat dibandingkan dengan saham yang dimiliki oleh *insiders* yang *debt equity ratio*-nya menurun. Dengan demikian penelitian mereka mendukung hipotesis bahwa saham dan opsi yang dimiliki eksekutif di dalam perusahaan mempunyai peranan dalam mengurangi masalah keagenan.

Friend dan Lang (1988) dengan judul “*Emperical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Coprporate Capital Structure*”. Penelitian ini menguji apakah struktur modal perusahaan sebagian dimotivasi oleh manajemen. Dalam penelitian tersebut variabel dependen adalah *debt ratio* dan variabel independen adalah *standard deviation of earnings, log of total assets, market value of equity, managerial ownership, non-managerial stocckholders, ratio of net property, plant and equipment* dengan *book assset*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan *managerial ownwership*. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan *insider* dalam perusahaan.

Mehran (1992) melakukan penelitian dengan judul “*Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure*”. Penelitian tersebut menganalisis hubungan struktur modal perusahaan dengan *incentive plans, mangerial equity investment, control of board of directors* dan *major shareholders*. Variabel yang digunakan adalah *managerial, ouside board members, individual investors, institutional investors, growth opportunities, collateral value of assets* dan *business risk*. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki *insiders* dengan rasio hutang, terdapat hubungan positif antara *individual investor* dengan rasio hutang serta *institutional holdings* memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan rasio hutang.

Jensen *et al.* (1992) melakukan penelitian dengan judul *Simultaneous Determination of Insiders Ownership, Debt and Dividend Policies*". Penelitian tersebut menguji hubungan antara kepemilikan *insider*, hutang dan kebijakan dividen. *Debt ratio* merupakan fungsi dari *insiders*, *devidend*, *bussiness risk*, *profitabiliy*, *R&D* dan *fixed asset*. Hasilnya menunjukkan bahwa ada hubungan negatif antara prosentase saham yang dimiliki *insiders* dengan *debt ratio*. Dengan demikian, kepemilikan saham dalam perusahaan oleh *insider* akan menggantikan peranan hutang dalam mengurangi masalah keagenan. Peningkatan kepemilikan ini akan menurunkan penggunaan hutang.

Bathala *et al.* (1994), dengan judul "*Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of The Institutional Holdings: An agency Conflict*". Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt ratio* dan *insiders ownership* dengan beberapa variabel kontrol. Jumlah sampel yang digunakan sebanyak 516 (setelah diseleksi dari 1000 perusahaan) untuk tahun 1998 dengan metode *cross sectional*. Model analisis yang digunakan adalah dengan *Two Stage Least Squares* (TSLS). Variabel yang digunakan untuk persamaan pertama adalah *debt ratio* sebagai variabel dependen sedangkan variabel independennya adalah *earning volatility*, *depreciation*, *R&D and advertising expense*, *growth*, *institutional holdings* dan *managerial ownership*. Untuk persamaan kedua, variabel dependennya adalah *managerial ownership* dan variabel independennya adalah *stock volatility*, *R&D and advertising expense*, *growth*, *size*, *institutional holdings* dan *debt ratio*.

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan *insiders* (*managerial ownership*), *earning volatility*, *depreciation*, *R&D and advertising expense*, *growth*, *institutional holdings* memiliki hubungan negatif dengan *debt ratio*. Pada persamaan kedua, *stock volatility*, *R&D and advertising expense*, *growth*, *size*, *institutional*

*holdings* dan *debt ratio* memiliki hubungan negatif dengan *managerial ownership*. Berdasarkan hasil penelitian tersebut diperoleh bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *debt ratio* dan *insider ownership*. Hal ini berarti, peningkatan kepemilikan institusional merupakan *monitoring agent* yang efektif untuk mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan, karena kehadirannya dapat mengurangi kebutuhan akan konsentrasi kepemilikan *insider* dan pembiayaan hutang dalam mengontrol konflik keagenan.

Penelitian yang dilakukan Noronha *et al.* (1996) dengan judul “*The Monitoring Rationale for Dividend and The Interaction of Capital Structure and Dividend Decision*”, mencoba membahas teori keagenan dengan menitik beratkan pada pengawasan dividen dan interaksi antara keputusan dividen dan struktur modal. Periode penelitiannya tiga tahun yaitu 1986-1988. Hasil penelitian ini menemukan pada kondisi *low growth* dan *no blockholder dividend* merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi masalah keagenan. Dengan demikian, akan terjadi interaksi antara keputusan dividen dan keputusan struktur modal. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak dalam semua kondisi dividen tersebut relevan untuk meminimalkan masalah keagenan.

Penelitian yang dilakukan Moh'd *et al.* (1998), dengan judul “*The Impact of Ownership Structure, on Corporate Policy: A Time Series-Cross Sectional Analysis*”, menggunakan 12 faktor yang mempengaruhi rasio hutang perusahaan. Faktor-faktor tersebut terdiri dari struktur kepemilikan (*ownership structure*) yang meliputi *percent insiders ownership*, *shareholders dispersion*, dan *percent institutional investor* dan beberapa faktor lain yang mempengaruhi rasio hutang perusahaan. Faktor tersebut antara lain: *dividend payment*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *asset risk*, *firm profitability*, *taxe rate*, *non-debt tax shield* dan *uniqueness of the firm*.



Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 311 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada CRDP *Daily Master File and Value Line Investment Survey* dari periode 1972 sampai dengan 1989. Data tersebut diperoleh dari *Compustat Industrial File*. Melalui pengujian secara terpisah dengan menggunakan analisis *Time Series*, analisis *Cross Sectional* dan analisis *Time Series-Cross Sectional* diperoleh hasil yang sama, yaitu struktur kepemilikan dan beberapa variabel kontrol yang lain memiliki pengaruh yang signifikan secara bersama-sama terhadap rasio hutang perusahaan. Interpretasi hasil dalam penelitian ini sudah bersih dari gejala multikolinieritas, tetapi masih mengandung gejala autokorelasi dan heteroskedastisitas. Pengujian secara parsial menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang. Faktor-faktor *dividend payment*, *firm growth*, *asset risk (intrinsic business risk)*, *firm profitability*, dan *uniqueness of the firm* berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Sedangkan faktor *firm size*, *asset structure*, *asset risk (operating leverage risk)*, *tax rate*, dan *non-debt tax shield* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang. Penelitian ini membuktikan bahwa *institutional investor* efektif dalam melakukan pengawasan terhadap perilaku para manajer sehingga perusahaan cenderung menurunkan tingkat hutangnya dan meningkatkan *insiders ownership* dapat mengurangi peran hutang dalam mengurangi konflik keagenan.

Penelitian teori keagenan di Indonesia antara lain, dilakukan oleh Setyawan (1999) dengan judul "Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal". Penelitian ini membahas dua hal yaitu: pertama, simultanitas keputusan dividen dan struktur modal dan kedua, faktor-faktor yang mempengaruhi simultanitas keputusan dividen dan struktur modal. Berdasarkan pada penelitian Noronha, (1996), maka penelitian ini dibagi atas empat karakteristik yaitu: *low growth*, *no low growth*,

*blockholder, no blockholder*. Perusahaan termasuk kelompok *low growth* jika *price book value* berada di bawah rata-rata sampel dan demikian juga sebaliknya. Apabila prosentase kepemilikan saham eksternal (individu dan perusahaan luar) lebih besar prosentase kepemilikan saham internal (direktur dan komisaris) maka perusahaan tersebut dalam kategori *blockholder*, demikian juga sebaliknya. Penelitian dilakukan selama periode 1991-1995. Penelitian ini menggunakan model persamaan *two stage least square*. Untuk hipotesis pertama ditemukan bahwa simultanitas keputusan dividen dan struktur modal hanya ditemukan pada perusahaan kategori *low growth* dan *no blockholder*. Namun demikian, tidak ditemukan adanya hubungan timbal balik antara dividen dan struktur modal sebagaimana penelitian Noronha, *et al.* (1996). Sebaliknya hasil pengujian hipotesis kedua dengan menggunakan *ordinary least square*, ditemukan bahwa untuk perusahaan yang tergolong *low growth* dan *no blockholder*, faktor yang paling dominan mempengaruhi simultanitas keputusan dividen dan struktur modal adalah *earning volatility*. Sedangkan pada perusahaan dengan karakter *low growth* dan *no blockholder*, faktor yang paling berperan adalah *non debt tax-shield*.

Penelitian yang dilakukan Sihombing (2000) dengan judul “ pengaruh kepemilikan institusional pada kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang dalam mengontrol konflik keagenan, pada industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta “ selama periode 1990-1996. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *institutional investor* berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio* dan *managers ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran investor institusional bisa menggantikan peran hutang untuk mengurangi konflik keagenan dan dapat memonitor perilaku manajer dalam mengurangi konflik keagenan.

## 2.5. Perumusan Hipotesis

Dampak kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang diuji oleh Bathala *et al.* (1994). Mereka menemukan kepemilikan institusional berhubungan terbalik dengan tingkat hutang. Hubungan ini didukung oleh argumen substitusi yang menyarankan bahwa monitoring institusional yang lebih besar mensyaratkan hutang yang lebih kecil untuk mengontrol biaya keagenan perusahaan. Penemuan serupa ditemukan oleh Moh'd *et al.*, (1998) yang mengindikasikan bahwa investor institusional mungkin akan bertindak sebagai substitusi untuk mendisiplinkan peran hutang dalam struktur modal perusahaan.

Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh investor institusional sehingga dapat mengurangi perilaku oportunistik manajer. Dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan mengurangi biaya keagenan sehingga diharapkan variabel ini memiliki koefisien yang negatif dengan rasio hutang. Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis berikut :

H1 : *Institutional holdings* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Sleiver dan Vishny (1986) menyatakan *large shareholders* mempunyai peran yang penting dalam memonitor perilaku *insider*. Dengan konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham yang besar dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *takeover*. Bathala *et al.*,(1994) menemukan bahwa peningkatan kepemilikan institusional dapat menciptakan pengawasan yang lebih efektif dalam mengendalikan perilaku oportunistik *insider*.

Kepemilikan institusional diharapkan memiliki hubungan yang negatif dengan kepemilikan manajerial. Dengan adanya kepemilikan institusional menyebabkan

investor institusional dapat mengontrol perilaku manajer sehingga manajer tidak berperilaku oportunistik lagi dan biaya keagenan ekuitas akan berkurang. Berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis:

H2 : *Institutional holdings* berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial.

## 2.6. Beberapa Variabel Kontrol Penelitian

Dalam penelitian ini, digunakan beberapa variabel kontrol, dengan harapan dengan memasukkan variabel kontrol diharapkan dapat memperkuat hubungan antara variabel independen utama yaitu kepemilikan institusional sehingga *error term* akan menjadi semakin kecil. Dalam persamaan *debt ratio* digunakan empat variabel kontrol yaitu: *earning volatility*, *sales growth*, *size* dan *managerial ownership*. Sedangkan dalam persamaan *managerial ownership* digunakan variabel kontrol berikut: *stock return volatility*, *sales growth*, *size* dan *debt ratio*. Data untuk variabel-variabel tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*.

### 2.6.1. Variabel Kontrol untuk persamaan *Debt Ratio*

*Earning volatility*, selanjutnya disimbolkan dengan *ErNvol*. Berdasarkan pada studi Bradley *et al.* (1984), ditemukan bahwa *earning volatility* memiliki hubungan yang negatif dengan rasio hutang. Perusahaan yang memiliki *earning volatility* yang tinggi atau tidak stabil cenderung mempunyai risiko bisnis yang besar sehingga perusahaan lebih suka menggunakan rasio hutang yang lebih kecil. Dalam penelitian ini *earning volatility* diharapkan juga berhubungan negatif dengan *debt ratio*.

*Sales Growth* selanjutnya disimbolkan dengan *growth*. Pertumbuhan penjualan yang tinggi merupakan salah satu signal untuk memperoleh profit yang sukses di masa yang akan datang. Untuk memenuhi kebutuhan modal biasanya perusahaan

lebih suka menambah ekuitas dibanding hutang. Argumen ini mengisyaratkan bahwa variabel *growth* akan berhubungan terbalik dengan rasio hutang atau mempunyai koefisien negatif.

*Firm size* sebagai proksi dari ukuran perusahaan selanjutnya disimbolkan dengan *Size*. Sejumlah studi telah mengemukakan bahwa ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Semakin besar perusahaan maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan. Salah satu sumbernya adalah hutang. Brigham dan Gapenski (1999) menyatakan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan dana dari sumber eksternal yang besar. Biasanya biaya emisi saham lebih besar dari penerbitan hutang. Dengan demikian perusahaan yang pertumbuhannya tinggi cenderung menggunakan hutang lebih besar, sehingga ada hubungan yang positif antara ukuran perusahaan dengan *debt ratio*. Moh'd *et al.*, (1998) juga menemukan hal yang senada dengan penemuan tersebut.

*Managerial Ownership* selanjutnya disimbolkan dengan *Mgown*. Peningkatan kepemilikan manajerial akan menyamakan kepentingan manajemen dengan *outside shareholders* dan mengurangi peran hutang sehingga biaya keagenan hutang akan berkurang. Berdasarkan argumen tersebut kepemilikan manajerial diharapkan berhubungan negatif dengan rasio hutang. Dengan adanya kepemilikan manajerial maka akan dapat mengurangi biaya keagenan hutang.

Friend dan Brouck (1988) dan Friend dan Lang (1988) menghipotesiskan bahwa *insider* perusahaan mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam menjamin kelangsungan hidup perusahaan karena risiko hutang *non-diversifiable* manajemen lebih besar dari investor *public*. *Insider* yang kepemilikannya lebih besar dalam perusahaan akan memiliki keinginan yang lebih besar dalam meminimalkan risiko

struktur modal. Dengan demikian kepemilikan managerial diharapkan berhubungan negatif dengan *debt ratio*.

### 2.6.2. Variabel Kontrol untuk Persamaan *Managerial Ownership*

*Stock Return Volatility* selanjutnya disimbolkan dengan *Stokvol*. Bathala *et al.*, (1994) menyatakan bahwa semakin tinggi *volatility return* saham menyebabkan manajer enggan untuk meningkatkan kekayaan pribadi pada perusahaan karena mengurangi kesempatan diversifikasi kekayaan secara optimal. Atas dasar tersebut dikatakan bahwa *stock return volatility* mempunyai hubungan yang negatif dengan kepemilikan manajerial.

*Sales Growth* selanjutnya disimbolkan dengan *Growth*. Pertumbuhan penjualan masa lalu akan merefleksikan pertumbuhan dan profit di masa yang akan datang. Untuk mendanai kebutuhan pertumbuhan tersebut manajer akan lebih tertarik menggunakan ekuitas karena pihak manajerial biasanya enggan untuk berbagi keuntungan dengan pihak kreditur. Untuk itu pertumbuhan penjualan ini diharapkan berhubungan positif dengan kepemilikan manajerial

*Firm size* merupakan proksi dari ukuran perusahaan selanjutnya disimbolkan dengan *Size*. Studi terdahulu menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah lebih besar pada perusahaan yang lebih kecil sehingga variabel *size* yang diproksi dengan logaritma dari *total assets* diharapkan memiliki hubungan yang negatif terhadap kepemilikan manajerial (Bathala *et al.*, 1994). Dalam perusahaan besar proporsi saham yang dimiliki oleh *insider* lebih kecil karena adanya hambatan seperti kepemilikan institusional. Berdasarkan uraian di atas diharapkan *total assets* berhubungan negatif dengan kepemilikan manajerial.

*Debt Ratio* selanjutnya disimbolkan dengan DR. Hutang dapat digunakan sebagai salah satu mekanisme untuk meminimumkan konflik keagenan sehingga koefisien rasio hutang diharapkan menghasilkan tanda negatif terhadap kepemilikan *insider*.

## BAB III

### TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN

Bab ini menguraikan tentang tujuan penelitian dan manfaat penelitian.

#### 3.1. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah:

- 1) Untuk mengetahui pengaruh *institutional holdings* terhadap kebijakan hutang perusahaan.
- 2) Untuk mengetahui pengaruh *institutional holdings* terhadap kepemilikan manajerial.

#### 3.2. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat sebagai informasi bagi pihak-pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) seperti: manajemen perusahaan, para investor, dan calon investor, serta kreditur tentang *agency theory* dan aplikasinya terhadap kebijakan yang akan diambil dalam meminimumkan biaya keagenan, khususnya pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Penelitian ini juga diharapkan bermanfaat sebagai landasan dalam penelitian sejenis selanjutnya di pasar modal Indonesia.



## BAB IV

### METODE PENELITIAN

Bab keempat merupakan metode penelitian yang menguraikan tentang sifat penelitian, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, teknik pengumpulan data, definisi operasional, dan pengukuran variabel, skematik kerangka penelitian, teknik analisis data, masalah identifikasi dan prosedur pengujian.

#### 4.1. Sifat Penelitian

Penelitian ini merupakan replikasi penelitian Bataala *et al.*, (1994) mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial dalam mengontrol konflik keagenan. Penelitian ini tidak memasukkan semua variabel kontrol yang digunakan dalam model Bataala *et al.*, (1994). Hal ini dilakukan karena penulis hanya bermaksud untuk melihat bagaimana pengaruh variabel kontrol tertentu (*earning volatility, stock return volatility, sales growth, dan firm size*).

#### 4.2. Populasi dan sampel

Populasi merupakan jumlah unsur-unsur dimana suatu kesimpulan akan dibuat (Cooper dan Emory, 1995). Sehubungan dengan ini, populasi yang diamati dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selain perusahaan keuangan dan asuransi selama tahun 1992-1996. Sampel dipilih dengan menggunakan *purposive sampling* yaitu pemilihan anggota sampel berdasarkan kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995). Kriteria yang digunakan adalah perusahaan yang memiliki laporan keuangan selama periode pengamatan, memiliki data

tentang kepemilikan manajerial dan institusional, serta memiliki data EBIT positif.

Sampel penelitian ini berjumlah 100 perusahaan-tahun (*firms-years*). Sampel perusahaan terdiri dari semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selain perusahaan keuangan dan asuransi.

#### **4.3. Jenis dan Sumber Data**

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang meliputi laporan keuangan perusahaan yang memenuhi kriteria sampel penelitian yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk tahun 1992-1996. Data yang dibutuhkan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, *JSX Statistics* dan Bursa Efek Jakarta. Data yang dikumpulkan mencakup: data keuangan selama periode penelitian, data prosentase saham yang dimiliki direktur dan komisaris (*managerials ownership*), dan data prosentase saham yang dimiliki investor institusional.

#### **4.4. Teknik Pengumpulan Data**

Pengumpulan data dilakukan secara *pooling data (time series-cross sectional)*. Metode ini digunakan karena jumlah sampel dalam penelitian ini tidak sebanding dengan jumlah sampel dalam penelitian Bathala *et al.*, (1994). Keunggulan pengumpulan data secara *pooling* adalah kemungkinan diperolehnya jumlah sampel yang lebih besar. Jumlah sampel yang lebih banyak diharapkan dapat meningkatkan *power of test* penelitian ini.

#### **4.5. Defenisi Operasional dan Pengukuran Variabel**

Untuk menguji hipotesis, penelitian ini menggunakan tujuh variabel yang terdiri dari tiga variabel utama (*debt ratio*, *managerials ownership* dan *institutional holding*)

dan empat variabel kontrol (*earning volatility*, *stock return volatility*, *sales growth*, dan *firm size*).

a. *Debt Ratio (DR)*

Variabel ini disimbolkan dengan DR. *Debt ratio* merupakan perbandingan antara hutang jangka panjang dengan *total assets* (friend dan Lang, 1988). Secara matematis diekspresikan sebagai berikut:

$$DR = \frac{\text{Total debt}_{it}}{\text{Total assets}_{it}}$$

Keterangan:

Total debt<sub>it</sub> : Total Debt perusahaan i pada tahun t

Total assets<sub>it</sub> : Total Assets perusahaan i pada tahun t

b. *Earning Volatility*

*Earning volatility* disimbolkan dengan *Ernv*, merupakan standar deviasi dari *Earning Before Interest and Taxes (EBIT)* yang dibagi dengan total asset selama lima tahun (Batala *et al.*, 1994). *Earning volatility* merupakan proksi untuk risiko bisnis dan potensi kebangkrutan dalam perusahaan.

$$\text{Ernv}_i = \text{STD} \frac{\text{EBIT}_i}{\text{Total Assets}_i}$$

c. *Growth*

*Growth* disimbolkan dengan *Growth*. Variabel ini diukur dari rata-rata aritmatika pertumbuhan penjualan selama lima tahun ditambah 1 (satu). Penambahan konstan 1(satu) itu untuk menghindari nilai rasio kecil. Untuk mengukur pertumbuhan digunakan pertumbuhan penjualan karena pertumbuhan penjualan lebih mudah

dideteksi daripada pertumbuhan *asset*, yang datanya diperoleh dari ICMD. Variabel ini diformulasikan sebagai berikut (Jensen, soberg dan Zone, 1992):

$$\text{Growht} = \frac{\frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}}{N} + 1$$

$S_t$  : *Sales* pada periode t  
 $S_{t-1}$  : *Sales* pada periode t-1  
 N : Jumlah tahun

d. *Institutional ownership*

*Institutional ownership* disimbolkan dengan *Instl*, merupakan proporsi saham yang dimiliki institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase. Data ini diperoleh dari ICMD.

$$\text{Instl} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

e. *Managerial Ownership*

*Managerial ownership* disimbolkan dengan *MgOwn*, merupakan jumlah saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur dibagi dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun untuk masing-masing periode pengamatan. Data ini juga diperoleh dari ICMD.

$$\text{Mgown} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajer dan direktur}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

f. *Stock Return volatility*

*Stock return volatility* disimbolkan dengan *Stokvol*, merupakan standar deviasi *return* saham yang dihitung secara bulanan selama lima tahun digunakan sebagai

proksi risiko total. Data ini diambil dari *closing price* bulanan yang ada di ICMD.

Variabel ini dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Stokvol} = \text{STD. Stock return}$$

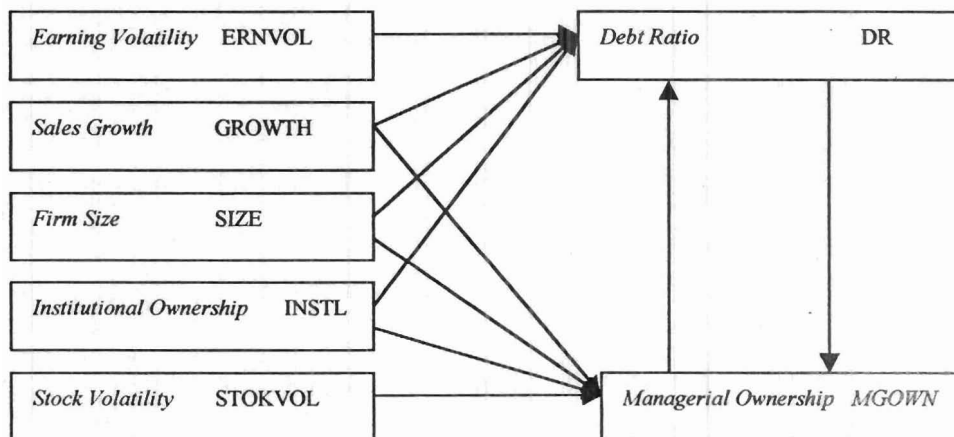
g. *Firm Size*

*Firm Size* merupakan ukuran perusahaan. selanjutnya variabel ini disimbolkan dengan *Size*. Untuk memperoleh *size* maka dihitung logaritma *total assets*. Ukuran perusahaan ini berhubungan negatif dengan kepemilikan manajerial. Apabila tidak dijadikan persamaan logaritma maka semakin besar ukuran perusahaan maka kepemilikan manajerial sama dengan nol atau negatif.

$$\text{Size} = \text{Log Total Assets}$$

#### 4.6. Skematik Kerangka Penelitian

Berdasarkan landasan teori dan pengembangan hipotesis, maka kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 4.1. Skematik Kerangka Penelitian

#### 4.7. Teknik Analisis Data

Berdasarkan atas hubungan antara kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial dalam hipotesis, diharapkan bahwa pendekatan persamaan simultan adalah

model yang tepat untuk digunakan. Metodologi ini adalah untuk memperlihatkan bahwa kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial merupakan aspek kebijakan keuangan dalam perspektif keagenan. Model dengan dua persamaan yaitu kepemilikan manajerial atas ekuitas dan *debt ratio* sebagai variabel dependen. Disamping itu *debt ratio* muncul sebagai regresor dalam persamaan *managerial ownership* dan sebaliknya. Kemudian *debt ratio* dan *managerial ownership* ditentukan secara simultan.

Proporsi dari *institutional hoildings* atas saham biasa dimasukkan sebagai *explanatory variable* dalam kedua persamaan. *Institutional hoildings* dispesifikasikan sebagai *exogenous variable* karena kepemilikan institusional adalah variabel eksternal perusahaan, bukan variabel keputusan manajemen. Manajer diasumsikan mempunyai kontrol atas tingkat hutang dan kepemilikan manajerial atas ekuitas dalam perusahaan. Namun tidak mungkin bagi manajer bisa memutuskan suatu target tingkat kepemilikan institusional di dalam perusahaan. Kepemilikan institusional seharusnya memiliki koefisien yang negatif dalam persamaan *debt ratio* dan *Managerial ownership*. Ini akan konsisten dengan hipotesis bahwa perusahaan dengan pengawasan institusional yang lebih besar akan mensyaratkan tingkat hutang yang lebih kecil dan konsentrasi kepemilikan manajerial yang lebih kecil untuk mengontrol biaya keagenan perusahaan.

Model persamaan simultan diestimasi dengan menggunakan metodologi *two stage least square* (2-SLS). Dalam suatu sistem yang memperbandingkan variabel *endegoneous* yang saling berhubungan, maka metode 2-SLS lebih dipilih daripada *ordinary least square* (OLS) karena OLS akan menghasilkan estimasi parameter yang bias dan tidak konsisten. Metode OLS mengasumsikan bahwa *error term* tidak berkorelasi dengan *regressor*. Sebagai implikasinya bahwa variabel eksplanatori

ditentukan di luar sistem. Asumsi ini secara jelas tidak cocok dengan kondisi dalam riset ini, dimana *debt ratio* dan *managerial ownership* adalah *endogenous* terhadap sistem. Kemudian itu akan menjadi tidak tepat untuk mengasumsikan bahwa *error term* dalam persamaan *debt ratio* (*managerial ownership*) tidak berkorelasi dengan variabel *managerial ownership* (*debt ratio*) yang muncul sebagai *regressor*. Di bawah kondisi ini, penggunaan metode OLS akan menghasilkan estimasi yang bias dan tidak konsisten. Metode 2-SLS, tidak seperti OLS, memungkinkan kita untuk melihat bagaimana *managerial ownership* mempengaruhi *leverage* secara terpisah dari bagaimana keputusan *leverage* mempengaruhi *managerial ownership* dengan pemisahan hasil ke dalam dua variabel keputusan yang berbeda.

Untuk merepresentasikan kondisi riil perusahaan, beberapa variabel kontrol dimasukkan dalam persamaan. Variabel kontrol ini dipilih atas dasar teori-teori dan studi empiris sebelumnya yang menggunakan variabel *debt ratio* dan *managerial ownership*. Untuk persamaan *debt ratio*, variabel kontrolnya adalah *Earning volatility*, *sales growth*, *firm size*. *Earning volatility* dihipotesiskan mempunyai hubungan negatif dengan *debt ratio*. *Sales growth* diharapkan berhubungan negatif dengan *debt ratio*. *Firms Size* yang diproksikan dengan *total asset* diharapkan berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Untuk persamaan *managerial ownership*, variabel kontrolnya meliputi *stock return volatility*, *sales growth*, *firm size*. *Stock return volatility* diharapkan berhubungan negatif dengan *managerial ownership*. *Sales growth* diharapkan berhubungan negatif dengan *managerial ownership*. *Firm size* juga diharapkan berhubungan negatif dengan *managerial ownership*.

Namun demikian, variabel kontrol ini tidak dianalisis dalam penelitian ini. Variabel kontrol dalam penelitian ini hanya untuk memperlihatkan atribut-atribut riil yang mungkin mempengaruhi dalam penentuan kebijakan keuangan. Variabel kontrol

ini juga digunakan untuk meningkatkan kekuatan ekplanatori dari model secara keseluruhan.

Model persamaan simultan tersebut diekspresikan sebagai berikut:

$$DR = a_0 + a_1 \text{Ernv} + a_2 \text{Growth} + a_3 \text{Size} + a_4 \text{Instl} + a_5 \widehat{\text{Mgown}} + u$$

$$\widehat{\text{Mgown}} = b_0 + b_1 \text{Stkvol} + b_2 \text{Growth} + b_3 \text{Size} + b_4 \text{Instl} + b_5 DR + v$$

Keterangan:

DR	: Rasio Hutang
Mgown	: Kepemilikan Manajerial
Ernv	: <i>Earning Volatility</i>
Growth	: Pertumbuhan Penjualan
Instl	: Kepemilikan Institusional
Stokvol	: <i>Volatility Return Saham</i>
Size	: Ukuran Perusahaan
u	: <i>Error term</i>
v	: <i>Error term</i>

*Managerial ownership* dalam persamaan *debt ratio* merupakan hasil *predicted* dan sebaliknya *debt ratio* dalam *Managerial ownership* juga merupakan hasil *predicted*.

#### 4.8. Masalah Identifikasi

Sebelum memasuki tahapan 2-SLS, setiap persamaan haruslah memenuhi persyaratan identifikasi. Identifikasi adalah masalah formulasi model. Apabila sebuah persamaan (model) adalah *underidentified*, maka tidak mungkin mengestimasi semua parameternya dengan teknik ekonometrika apapun. Apabila sebuah persamaan adalah



*identified* (*exactly identified* atau *over identified*) maka koefisiennya bisa diestimasi dengan menggunakan metode 2-SLS ( Koutsoyianis, 1977 seperti dikutip Aji Aritejo, 2002).

Kondisi *identified* dibagi atas dua yaitu *exactly identified* atau *over identified* yang ditentukan dengan rumus sebagai berikut:

$$(K-M) \geq (G-1)$$

Dimana:

K : Jumlah variabel dalam model

M : Jumlah variabel *endogenous* dan *exogenous*, yang dimasukkan dalam persamaan tertentu

G : Jumlah persamaan

Oleh karena 2-SLS mensyaratkan bahwa model harus *identified* maka kita harus menguji kedua persamaan dalam model penelitian. Dengan menggunakan formulasi di atas maka pengujian identifikasi untuk model tersebut adalah seperti berikut:

**Tabel 4.1**  
**Pengujian Identifikasi untuk Persamaan Penelitian**

Persamaan	K-M	G-1	Hasil	Keterangan
DR	7-6	2-1	1=1	<i>Exactly identified</i>
Mgown	7-6	2-1	1=1	<i>Exactly identified</i>

Dengan demikian kedua persamaan tersebut *Exactly identified*, sehingga model penelitian bisa dianalisis dengan menggunakan metode 2-SLS.

#### 4.9. Prosedur Pengujian

Dalam penelitian ini, *one tailed t tests* digunakan untuk menguji signifikansi koefisin 2-SLS untuk masing-masing persamaan. Dengan penggunaan *One tailed test*

(*directional test*) sebuah variabel dikatakan signifikan pada level ( $\alpha$ ) 0,10 jika nilai t hitung > 1,282, signifikan pada level ( $\alpha$ ) 0,05 jika nilai t hitung > 1,645 dan signifikan pada level ( $\alpha$ ) 0,01 jika nilai t hitung > 2,326.

Untuk menguji Hipotesis pertama (H1) digunakan persamaan:

$$\hat{DR} = a_0 + a_1 \text{Ernv} + a_2 \text{Growth} + a_3 \text{Size} + a_4 \text{Instl} + a_5 \text{Mgown} + u$$

Hipotesis pertama (H1) diterima jika koefisien Instl adalah negatif dan signifikan.

Untuk menguji Hipotesis kedua (H2) digunakan persamaan:

$$\hat{Mgown} = b_0 + b_1 \text{Stokvol} + b_2 \text{Growth} + b_3 \text{Size} + b_4 \text{Instl} + b_5 \text{DR} + v$$

Hipotesis kedua (H2) diterima jika koefisien Instl adalah negatif dan signifikan.

## BAB V

### HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini membahas tentang statistik deskriptif, temuan penelitian dan pembahasan tentang temuan penelitian.

#### 5.1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan bentuk transformasi data penelitian dalam bentuk tabulasi yang menyajikan ringkasan, pengaturan atau penyusunan data dalam bentuk tabel numerik dan grafik (Indriantoro dan Supomo, 1999). Sebelum membahas hasil persamaan simultan, akan disajikan terlebih dahulu statistik deskriptif yang berfungsi untuk mengetahui tentang karakteristik sampel yang digunakan. Tabel 5.1 menjelaskan karakteristik sampel terutama yang menyangkut jumlah sampel, nilai minimum dan maksimum, rata-rata dan standar deviasi.

**Tabel 5.1**

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DR	100	.0344	.9245	.492569	.195821
ERNVOL	100	.0306	6.6766	.697363	1.204522
GROWTH	100	.9574	1.9729	1.061672	.113001
SIZE	100	4.0514	6.7214	5.331872	.549131
INSTL	100	.0200	.8400	.490300	.236197
MGOWN	100	.0100	.7700	.174500	.160450
STOKVOL	100	.0000	2.7466	.180422	.369626
Valid N (listwise)	100				

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan Tabel 5.1 di atas terlihat bahwa jumlah sampel yang valid adalah 100 perusahaan-tahun (*firms-years*) selama periode 1992-1996. Jumlah data ini relatif lebih sedikit jika dibandingkan dengan studi keagenan di negara berkembang seperti Jensen *et al.*, (1992), menggunakan 565 perusahaan dan Bathala *et al.*, (1994) menggunakan 516 perusahaan. Hal ini terjadi karena Bursa Efek Jakarta (BEJ) adalah pasar modal yang relatif masih baru dan berlokasi di negara yang sedang berkembang.

Perusahaan sampel penelitian rata-rata menggunakan hutang (*debt ratio*) adalah 0,4925 atau 49,25%. Jumlah ini relatif besar, dengan demikian sebagian besar dari *asset* perusahaan yang terdaftar di BEJ (selain perusahaan keuangan dan asuransi) didanai dengan hutang. Nilai minimum *debt ratio* adalah 0,0344 dan nilai maksimumnya 0,9245. Variabel *earning volatility* (*Ernv*) memiliki nilai minimum 0,0306 dan nilai maksimum 6,6766 dan nilai rata-rata yaitu 0,6973. Variabel ini menunjukkan volatilitas *earning* perusahaan sampel penelitian cukup tinggi yang merupakan cerminan tingkat risiko perusahaan.

*Growth* merupakan variabel yang menunjukkan tingkat pertumbuhan perusahaan sampel penelitian. Variabel *Growth* memiliki nilai minimum 0,9574, nilai maksimum 1,9729 dan nilai rata-rata 1,0616, yang berarti setiap tahun penjualan perusahaan yang terdaftar di BEJ (selain perusahaan asuransi dan keuangan) mengalami pertumbuhan. Kemudian *size* memiliki nilai minimum 4,0514, nilai maksimum 6,7215 dan nilai rata-rata 5,33, yang diperoleh dari logaritma dari *total assets* perusahaan. Hal ini berarti rata-rata perusahaan yang terdaftar di BEJ memiliki ukuran yang cukup besar yang tercermin melalui *total assetnya*.

Variabel *institutional ownership* memiliki nilai minimum 0,0200, nilai maksimum 0,8400 dan nilai rata-rata 0,4903. Kondisi ini konsisten dengan pendapat Bathala *et al.* (1994) bahwa investor institusional memiliki proporsi yang dominan dalam struktur kepemilikan perusahaan. Variabel *managerial ownership* memiliki nilai minimum 0,0100, nilai maksimum 0,7700 dan nilai rata-rata 0,1745. Jumlah ini relatif tinggi dibanding dengan kepemilikan manajerial di pasar modal negara berkembang (lebih kecil dari 0,10 atau 10% ) seperti penelitian yang dilakukan Schooley dan Barney, (1994); Chen dan Stener, (1999) seperti dikutip Aritejo (2002). *Stock volatility* memiliki nilai minimum 0,000, nilai maksimum 2,7466 dan nilai rata-rata 0,1804, yang menunjukkan tingkat volatilitas harga saham perusahaan yang terdaftar di BEJ tidak terlalu tinggi. Kondisi ini mencerminkan tingkat risiko perusahaan yang terdaftar di BEJ (selain perusahaan asuransi dan keuangan) yang diambil dari nilai *closing price* bulanan.

## **5.2. Temuan Penelitian**

### **5.2.1. Persamaan *Debt Ratio***

Penelitian ini akan melihat dampak kepemilikan institusional dan beberapa variabel kontrol terhadap kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*). Adapun variabel kontrol dalam persamaan *debt ratio* adalah *earning volatility* yang mencerminkan tingkat risiko perusahaan, tingkat pertumbuhan penjualan (*growth*), dan ukuran perusahaan (*size*). Dalam penelitian ini digunakan uji satu arah (*one tail t test*) untuk menguji koefisien masing-masing variabel eksplanatori persamaan 2-SLS. Dengan menggunakan uji satu arah ini sebuah variabel

dikatakan signifikan pada level ( $\alpha$ ) 0,10 jika nilai t hitung > 1,282, level ( $\alpha$ ) 0,05 jika t hitung > 1,645 dan level ( $\alpha$ ) 0,01 jika t hitung > 2,326. Hasil 2-SLS diringkaskan pada tabel di bawah ini.

**Tabel 5.2**  
**Ringkasan Hasil 2-SLS**

Persamaan	Variabel	Koefisien	T hitung	Signifikansi
<i>Debt Ratio (DR)</i>	Ernvola	0,01977	1,119	0,2662
	Growth	0,13062	0,697	0,4873
	Size	0,11562	3,096***	0,0026
	Instl	-0,03917	-0376	0,7081
	MgOwn	0,20932	1,353*	0,1792
	Constanta	-0,29373	-1,106	0,2717
<i>Adjusted R</i> <sup>2</sup> = 0,08448 F = 2,8356*** Sig. F = 0,0198				

Sumber: Hasil Olahan

\* Signifikan level 0,10

\*\* Signifikan level 0,05

\*\*\* Signifikan level 0,01

Berdasarkan tabel di atas terlihat bahwa *Adjusted R*<sup>2</sup> adalah 8,48% yang berarti 8,48% perubahan dalam variabel *debt ratio (DR)* dapat dijelaskan oleh variabel penjelas penelitian (*earning volatility, growth, size, institutional ownership, managerial ownership*) dan sisanya 91,52% dijelaskan oleh variabel lain. F hitung 2,8356 dengan signifikansi F = 0,0198 kecil dari 0,05. Hal ini berarti bahwa secara serempak variabel independen (*earning volatility, growth, size, institutional ownership, managerial ownership*) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan pada level 5%. Dengan demikian variabel independen yang dimasukkan dalam penelitian ini dapat digunakan sebagai instrumen penentu kebijakan hutang untuk meminimumkan biaya keagenan yang

ditimbulkan oleh hutang. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan temuan Bathala *et al.*,(1994).

Tabel di atas menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan hutang perusahaan atau *debt ratio* ( $t$  hitung  $< t$  tabel:  $0,376 < 1,645$ ). Untuk itu hipotesis pertama (H1) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *debt ratio* ditolak. Namun arah hubungan negatif sesuai dengan hipotesis yang diajukan sebelumnya.

Variabel *earning volatility* (Ernvola) mempunyai koefisien positif 0,0197 dan tidak signifikan dengan  $t$  hitung sebesar 1,119 dan signifikansi  $t$  adalah 0,2662. Variabel *growth* mempunyai koefisien positif 0,1306 dan tidak signifikan. Variabel *size* memiliki koefisien positif 0,1156,  $t$  hitung 3,096 dan signifikansi  $t$  0,0026. Dengan demikian *growth* berpengaruh positif dan signifikan pada level 1%. Variabel kepemilikan manajerial (MgOwn) memiliki pengaruh positif dan signifikan pada level 10% ( $t$  hitung 1,353 dan signifikansi  $t$  adalah 0,1792). Variabel kepemilikan manajerial memiliki koefisien positif 0,2093 dan signifikan pada level 10% dengan  $t$  hitung lebih besar dari  $t$  tabel ( $1,353 > 1,282$ ).

### 5.2.2. Persamaan *Managerial Ownership*

Dalam persamaan *managerial ownership* ini, penulis melihat dampak kepemilikan institusional dan beberapa variabel kontrol terhadap kepemilikan saham oleh pihak *insider* atau manajer dan dewan komisaris di perusahaan (selain perusahaan keuangan dan asuransi) yang *go public* di BEJ. Adapun variabel

kontrol dalam persamaan *managerial ownership* adalah *stock volatility* yang mencerminkan tingkat risiko perusahaan, tingkat pertumbuhan penjualan (*growth*), dan ukuran perusahaan (*size*). Dalam penelitian ini digunakan uji satu arah (*one tail t test*) untuk menguji koefisien masing-masing variabel eksplanatori persamaan 2-SLS. Dengan menggunakan uji satu arah ini sebuah variabel dikatakan signifikan pada level ( $\alpha$ ) 0,10 jika nilai t hitung > 1,282, level ( $\alpha$ ) 0,05 jika t hitung > 1,645 dan level ( $\alpha$ ) 0,01 jika t hitung > 2,326. Hasil 2-SLS diringkaskan pada tabel di bawah ini.

**Tabel 5.3**  
**Ringkasan Hasil 2-SLS**

Persamaan	Variabel	Koefisien	T hitung	Signifikansi
<i>Managerial Ownership</i> (MgOwn)	Stokvol	0,07069	2,019**	0,0463
	Growth	-0,07363	-0,661	0,5102
	Size	-0,06096	-2,325**	0,0222
	Instl	-0,03917	-6,419***	0,0000
	DR	-0,03662	1,228	0,2226
	Constanta	0,70439	4,377	0,0000
<i>Adjusted R</i> <sup>2</sup> = 0,41380 F = 14,9766***				Sig. F = 0,000

Sumber: Hasil Olahan

- \* Signifikan level 0,10
- \*\* Signifikan level 0,05
- \*\*\* Signifikan level 0,01

Berdasarkan tabel di atas terlihat bahwa *Adjusted R*<sup>2</sup> adalah 41,38% yang berarti 41,38% perubahan dalam variabel *managerial ownership* (MgOwn) dapat dijelaskan oleh variabel penjelas penelitian (*stock volatility, growth, size, institutional ownership, dan debt ratio*) dan sisanya 58,62% dijelaskan oleh variabel lain. F hitung sebesar 14,9766 dengan signifikansi F = 0,000 kecil dari 0,01. Hal ini berarti bahwa secara serempak variabel independen (*stock volatility,*



*growth*, *size*, *institutional ownership*, dan *debt ratio*) berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial atas saham perusahaan pada level 1%.

Tabel di atas menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki koefisien  $-0,3666$ , *t* hitung sebesar  $6,419$  dan signifikansi *t* sebesar  $0,000$ . Dengan demikian kepemilikan saham institusional berpengaruh negatif dan signifikan pada level 1% terhadap kepemilikan saham oleh pihak manajer dan dewan komisaris. Dengan kata lain hipotesis kedua (H2) yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial diterima. Variabel *stock volatility* (Stokvol) mempunyai koefisien positif  $0,07069$  dan *t* hitung sebesar  $1,119$  dan signifikansi *t* adalah  $0,2662$ . Dengan demikian *stock volatility* berpengaruh positif dan tidak signifikan pada level 5%. Variabel *growth* mempunyai koefisien  $-0,07363$  dan tidak signifikan. Variabel *growth* memiliki *t* hitung  $0,661$  dan signifikansi *t* sebesar  $0,5102$ . Dengan demikian *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Variabel *size* memiliki pengaruh negatif dan signifikan pada level 5% (*t* hitung sebesar  $2,325$  dan signifikansi *t* adalah  $0,0222$ ). Variabel *debt ratio* memiliki koefisien positif  $0,08189$  dan tidak signifikan (*t* hitung sebesar  $1,228$  dan signifikansi *t* adalah  $0,2226$ ).

### **5.3. Pembahasan**

#### **5.3.1 Persamaan *Debt Ratio***

##### **5.3.1.1. *Earning Volatility***

Berdasarkan hasil penelitian (Tabel 5.2), diperoleh hubungan positif antara *earning volatility* dengan *debt ratio* dengan koefisien *earning volatility* sebesar  $a_1=0,019771$ . Ini berarti setiap kenaikan 1% *earning volatility* (standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak) maka *debt ratio* akan meningkat sebesar 0,019771% dengan asumsi variabel lainnya tetap. Hal ini mengindikasikan bahwa *earning volatility* bukan faktor yang menjadi pertimbangan bagi kreditur dalam memberikan kredit. Namun variabel ini tidak berpengaruh signifikan yang ditunjukkan oleh nilai t hitung sebesar 1,119 kecil dari nilai t tabel sebesar 1,282, dengan nilai signifikansi sebesar 0,2662. Chen dan Steiner (1999) dan Wiberforce (2000) seperti dikutip Nuringsing (2002) juga menemukan hubungan positif antara risiko dengan penggunaan hutang. Dalam menghadapi risiko saham tinggi (standar deviasi *return* saham tinggi) manajer memilih proyek yang berisiko tinggi dengan harapan *return* tinggi. Untuk mengurangi risiko yang ditanggung, manajer bekerjasama dengan pihak kreditur. Penggunaan hutang dalam struktur modal bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan, tetapi sebagai konsekwensinya perusahaan akan menghadapi risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Penggunaan hutang pada tingkat risiko tinggi dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas (*agency cost of equity*) tetapi memicu biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*). Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Ravit (1988); Jensen, Soberg dan Zorn (1992). Kedua penelitian ini menyatakan bahwa variabel risiko memiliki hubungan negatif dengan penggunaan hutang. Peningkatan risiko diantisipasi oleh penggunaan hutang sehingga perusahaan bisa memperkecil kemungkinan risiko kebangkrutan dan *financial distress*.

Namun ketidaksignifikanan pengaruh antara risiko perusahaan yang diproksikan dengan *earning volatility* disebabkan oleh jumlah sampel penelitian yang relatif kecil yaitu 100 dibanding penelitian yang dilakukan di pasar modal negara yang sudah maju.

#### 5.3.1.2. *Growth*

Variabel *growth* mempunyai hubungan positif dan tidak signifikan terhadap *debt ratio*. Perusahaan sedang bertumbuh biasanya memerlukan dana yang cukup besar yang salah satu sumbernya adalah dari hutang. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin besar hutang. Hal ini disebabkan karena kreditur percaya pada kinerja perusahaan tersebut. Nilai koefisien *growth* sebesar  $a_2 = 0,130628$  yang menunjukkan bahwa setiap kenaikan penjualan sebesar 1% maka *debt ratio* akan meningkat sebesar 0,130628%. Kemudian ketidaksignifikanan variabel *growth* ditunjukkan oleh nilai t hitung sebesar 0,697 lebih kecil dari t tabel sebesar 1,282, dengan nilai signifikansi sebesar 0,4873.

#### 5.3.1.3. *Size*

Variabel *size* memiliki koefisien  $a_3 = 0,115627$  yang menunjukkan bahwa setiap kenaikan *size* perusahaan atau setiap kenaikan *total assets* sebesar 1% maka hutang perusahaan akan meningkat sebesar 0,115627%. Hasil statistik juga menunjukkan bahwa nilai t hitung lebih besar dari nilai t tabel ( $3,096 > 2,326$ ) dan signifikansi statistik 0,0026 lebih kecil dari 0,01. Dengan demikian ukuran perusahaan berpengaruh signifikan secara statistik pada kebijakan hutang

perusahaan pada level 1%. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Moh'd *et al.*, (1998). Dalam hal ini perusahaan cenderung meningkatkan hutangnya seiring dengan perkembangan perusahaan. Selanjutnya perusahaan besar dapat dengan mudah akses ke pasar modal sehingga perusahaan besar memiliki akses yang lebih fleksibel ke sumber permodalan.

#### 5.3.1.4. *Institutional Ownership*

Variabel *institutional ownership* memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan. Nilai koefisiennya sebesar  $a_4 = -0,039175$  yang menunjukkan bahwa setiap kenaikan kepemilikan institusional sebesar 1% maka hutang perusahaan akan berkurang sebesar 0,039175%. Nilai t hitung lebih kecil dari nilai t tabel ( $0,0376 < 1,282$ ) dengan nilai signifikansi sebesar 0,7081 lebih besar dari 0,10. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama (**H1**) yang menyatakan bahwa *institutional ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt ratio* ditolak. Hal ini disebabkan karena sampel penelitian relatif kecil (100 perusahaan-tahun) jika dibandingkan dengan penelitian Bathala *et al.*, (1994) yang menggunakan sampel sebesar 516. Namun arah hubungan sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa investor institusional mempunyai *power* yang lebih besar sehingga dapat memaksa manajer untuk tidak bertindak oportunis misalkan dengan menggunakan hutang yang berlebihan.

### 5.3.1.5. *Managerial Ownership*

Variabel *managerial ownership* memiliki koefisien sebesar  $a_5 = 0,209324$  yang menunjukkan bahwa setiap kenaikan kepemilikan manajerial atas saham perusahaan sebesar 1% maka hutang perusahaan akan meningkat sebesar 0,209324%. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa  $t$  hitung lebih besar dari  $t$  tabel ( $1,353 > 1,282$ ) dengan signifikansi sebesar 0,1792 lebih kecil dari 0,20. Dengan demikian kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan pada kebijakan hutang perusahaan pada level 10%. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mandelker (1987), Mehran (1992) yang menyatakan adanya hubungan positif dan signifikan antara kepemilikan saham oleh manajerial dengan *debt ratio*. Dengan kata lain kepemilikan manajerial merupakan salah satu faktor yang menjadi pertimbangan oleh kreditur dalam memberikan kredit. Apabila kepemilikan manajerial besar maka manajer cenderung lebih hati-hati dalam menggunakan hutang karena jika perusahaan bangkrut maka manajer juga akan merasakan akibatnya. Hal ini bisa mengurangi konflik keagenan antara kreditur dan manajer.

### 5.3.2. Persamaan *Managerial Ownership*

#### 5.3.2.1. *Stock Volatility*

Koefisien variable *stock volatility* sebesar  $b_1 = 0,70697$  yang menunjukkan setiap kenaikan *stock volatility* (standar deviasi *closing price*) sebesar 1% maka kepemilikan manajerial akan meningkat sebesar 0,70697%. Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa nilai  $t$  hitung lebih besar dari  $t$  tabel ( $2,019 > 1,645$ )

dan signifikansinya 0,0463 lebih kecil dari 0,10. Dengan demikian volatilitas harga saham (yang mencerminkan tingkat risiko) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan saham manajerial. Semakin tinggi volatilitas harga saham maka risiko semakin besar maka untuk mengontrol tingkat risiko tersebut manajer memperbesar kepemilikannya. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Chen dan Steiner (1999); Jensen, Soberg dan Zorn (1992); Crutley dan Hansen (1989). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pada tingkat risiko tinggi menyebabkan manajer terlibat dalam kepemilikan manajerial yang tinggi. Dengan kepemilikan tinggi manajer memiliki pengaruh dalam mengambil keputusan sehingga dapat mengontrol kinerja perusahaan dalam menghadapi risiko tinggi. Peningkatan kepemilikan manajerial dalam menghadapi peningkatan risiko dapat mengurangi konflik keagenan.

#### 5.2.2.2. *Growth*

*Growth* memiliki koefisien sebesar  $b_2 = -0,073637$  yang menunjukkan setiap kenaikan pertumbuhan penjualan sebesar 1% maka kepemilikan manajerial akan berkurang sebesar 0,073637%. Arah koefisien tidak sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa *growth* berpengaruh positif terhadap *managerial ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa manajer perusahaan yang *go public* lebih cenderung menggunakan hutang dalam mendanai usahanya, yang terlihat dari rata-rata hutang perusahaan yang terdaftar di BEJ selain perusahaan asuransi dan keuangan, cukup besar yaitu 49,25% dan kepemilikan manajerial relatif kecil yaitu rata-rata sebesar 17,45% dari jumlah saham yang

beredar. Walaupun demikian variabel *growth* ini tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan saham oleh manajerial yang diindikasikan oleh nilai *t* hitung yang lebih kecil dari *t* tabel ( $0,697 < 1,282$ ) dan signifikansi sebesar  $0,4873$  besar dari  $0,20$ . Dengan kata lain pertumbuhan penjualan bukan merupakan faktor pertimbangan dalam kepemilikan saham oleh para manajer.

### 5.3.2.3. *Size*

Variabel *size* memiliki koefisien sebesar  $b_2 = 0,115627$  yang menunjukkan setiap kenaikan *size* perusahaan sebesar 1% maka kepemilikan manajerial akan meningkat sebesar  $0,115627\%$ . Hasil pengujian statistik juga menunjukkan bahwa *size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial pada level 1%, dengan nilai *t* hitung lebih besar dari *t* tabel ( $3,096 > 2,326$ ). Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Bathala *et al.*, (1994) yang menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar dana yang dibutuhkan untuk menjalankan perusahaan, salah satu caranya adalah dengan mengikutsertakan manajer dalam kepemilikan saham sehingga ini dapat mensejajarkan kepentingan manajer dengan *outside shareholders* dan pada gilirannya dapat mengurangi *agency cost*.

### 5.3.2.4. *Institutional Ownership*

Variabel *institutional ownership* atau kepemilikan institusional memiliki koefisien sebesar  $b_4 = -0,366616$  yang berarti setiap kenaikan kepemilikan

institusional sebesar 1% maka kepemilikan manajerial akan berkurang sebesar 0,366616%. Hasil uji statistik menunjukkan bahwa *institutional ownership* berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial pada level 1%. Hal ini diindikasikan oleh nilai t hitung lebih besar dari t tabel ( $6,419 > 2,326$ ) dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,01. Dengan demikian hipotesis kedua (H2) yang menyatakan bahwa *institutional ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan saham oleh manajerial **diterima**.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kehadiran investor institusional pada perusahaan yang *listed* di BEJ (selain perusahaan asuransi dan keuangan) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *managerial ownership*. Temuan penelitian ini mendukung pendapat Jensen dan Meckling (1976), yang menyatakan salah satu mekanisme pengawasan untuk mengurangi *agency conflict* adalah dengan meningkatkan kepemilikan *institutional investor*.

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Shleifer dan Vishny (1986) yang menemukan bahwa pemegang saham besar mempunyai peran besar dalam mengontrol perilaku *insider*. Dengan konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham besar seperti *institutional investor* dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif terutama untuk meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi pengambilalihan oleh perusahaan lain.

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan temuan Bathala *et al.*, (1994) dan Moh'd *et al.*, (1998) yang menemukan bahwa peningkatan kepemilikan institusional akan menggantikan peranan kepemilikan *insider* dan hutang dalam rangka meminimalkan biaya keagenan dalam perusahaan. Kehadiran institusional



investor merupakan agen pengawas (*monitoring agent*) yang efektif untuk mengendalikan perilaku oportunistik manajer.

#### 5.3.2.5. *Debt Ratio*

Variabel *debt ratio* memiliki nilai koefisien  $b_5 = 0,081888$ , yang mengindikasikan bahwa setiap kenaikan *debt ratio* sebesar 1% maka kepemilikan manajer akan meningkat sebesar 0,081888%. Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa  $t$  hitung lebih kecil dari  $t$  tabel ( $1,228 < 1,282$ ) dengan nilai signifikansi 0,2226 lebih besar dari 0,200. Hal ini mengindikasikan *debt ratio* atau kebijakan hutang perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial atas saham perusahaan. Manajer tidak memperhatikan jumlah hutang perusahaan dalam menentukan kepemilikannya atas saham perusahaan.

## BAB VI

### SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Bab ini terdiri dari simpulan, keterbatasan penelitian dan saran penelitian.

#### 6.1. Simpulan

Penelitian ini menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang (*debt ratio*) dan kepemilikan manajerial dengan menggunakan model persamaan siltmultan *two stage least square- 2SLS*. Dalam model ini ada dua variabel *endogen* yaitu *debt ratio* dan *managerial ownership*. Variabel *debt ratio* juga merupakan variabel bebas dalam persamaan *managerial ownership* dan sebaliknya *managerial ownership* juga merupakan variabel bebas dalam persamaan *debt ratio*. Model ini juga menggunakan beberapa variabel kontrol. Untuk persamaan *debt ratio* variabel kontrolnya adalah *earning volatility*, *growth* dan *size*. Sedangkan dalam persamaan *managerial ownership* variabel kontrolnya adalah *stock volatility*, *growth* dan *size*.

Berdasarkan analisis temuan penelitian yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya maka dapat dikemukakan simpulan sebagai berikut:

1. *Institutional ownership* berpengaruh negatif dan tidak signifikan pada kebijakan hutang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama (**H1**) yang menyatakan bahwa *institutional ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt ratio* ditolak. Hal ini disebabkan karena sampel penelitian relatif kecil (100 perusahaan-tahun) jika dibandingkan dengan penelitian Bathala *et al.*, (1994) yang menggunakan sampel sebesar 516. Namun arah hubungan sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa investor institusional

mempunyai *power* yang lebih besar sehingga dapat memaksa manajer untuk tidak bertindak oportunistis misalkan dengan menggunakan hutang yang berlebihan.

2. *Institutional Ownership* berpengaruh negatif dan signifikan pada kepemilikan manajerial. Dengan demikian hipotesis kedua (H2) yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *managerial ownership* diterima. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kehadiran investor institusional pada perusahaan yang *listed* di BEJ (selain perusahaan asuransi dan keuangan) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *managerial ownership*. Temuan penelitian ini mendukung pendapat Jensen dan Meckling (1976), yang menyatakan salah satu mekanisme pengawasan untuk mengurangi *agency conflict* adalah dengan meningkatkan kepemilikan *institutional investor*. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan temuan Bathala *et al.*, (1994) dan Moh'd *et al.*, (1998) yang menemukan bahwa peningkatan kepemilikan institusional akan menggantikan peranan kepemilikan *insider* dan hutang dalam rangka meminimalkan biaya keagenan dalam perusahaan. Kehadiran *institutional investor* merupakan agen pengawas (*monitoring agent*) yang efektif untuk mengendalikan perilaku oportunistik manajer.
3. *Earning volatility* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *debt ratio*. Hal ini juga mengindikasikan bahwa volatilitas *earning* bukan faktor yang dipertimbangkan dalam kebijakan hutang perusahaan.
4. Variabel *growth* mempunyai hubungan positif dan tidak signifikan terhadap *debt ratio*. Hal ini berarti tingkat pertumbuhan penjualan bukan merupakan faktor yang dipertimbangkan dalam kebijakan hutang perusahaan.

*Growth* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *managerial ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa manajer perusahaan yang *go public* lebih cenderung menggunakan hutang dalam mendanai usahanya, yang terlihat dari rata-rata hutang perusahaan sampel penelitian cukup besar yaitu 49,25% dan kepemilikan manajerial relatif kecil yaitu rata-rata sebesar 17,45% dari jumlah saham yang beredar.

5. *Size* (ukuran perusahaan ) berpengaruh signifikan secara statistik pada kebijakan hutang perusahaan pada level 1%. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Moh'd *et al.*, (1998). Dalam hal ini perusahaan cenderung meningkatkan hutangnya seiring dengan perkembangan perusahaan. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan Jensen dan Mecling (1976) yaitu salah satu mekanisme untuk mengurangi *agency conflict* adalah dengan meningkatkan penggunaan hutang dalam perusahaan sehingga diharapkan dapat mengurangi perilaku oportunistis manajer.

*Size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial pada level 1%. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Bathala *et al.*, (1994) yang menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar dana yang dibutuhkan untuk menjalankan perusahaan, salah satu caranya adalah dengan mengikutsertakan manajer dalam kepemilikan saham sehingga ini dapat mensejajarkan kepentingan manajer dengan *outside shareholders* dan pada gilirannya dapat mengurangi *agency cost*.

6. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt ratio* pada level 10%. Dengan kata lain kepemilikan manajerial merupakan salah satu faktor yang menjadi pertimbangan oleh kreditur dalam memberikan kredit. Apabila kepemilikan manajerial besar maka manajer cenderung lebih hati-hati dalam menggunakan hutang karena jika perusahaan bangkrut maka manajer juga akan merasakan akibatnya. Hal ini bisa mengurangi konflik keagenan antara kreditur dan manajer.
7. *Stock volatility* yaitu volatilitas harga saham (yang mencerminkan tingkat risiko) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan saham manajerial. Hal ini berarti bahwa pada tingkat risiko besar maka manajer meningkatkan kepemilikannya atas saham perusahaan dengan tujuan agar manajer mempunyai *power* yang lebih besar sehingga dia dapat mengambil keputusan untuk memeperkecil risiko.
8. *Debt ratio* atau kebijakan hutang perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial atas saham perusahaan. Manajer tidak memperhatikan jumlah hutang perusahaan dalam menentukan kepemilikannya atas saham perusahaan.

## 6.2. Keterbatasan Penelitian

Adapun keterbatasan penelitian ini adalah:

1. Sampel penelitian relatif kecil yaitu hanya 100 perusahaan-tahun. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang memenuhi kriteria sampel penelitian cukup terbatas dalam periode analisis 1992-1996

2. Validitas dari kepemilikan manajerial dan institusional masih dipertanyakan. *Insider ownership* pada perusahaan 'A' juga mempunyai kepemilikan pada perusahaan lain dan juga sebagai *institutional ownership* pada perusahaan A tersebut. Kondisi ini menyebabkan dampak dari masing-masing variabel menjadi bias.

### 6.3. Saran

Berdasarkan keterbatasan penelitian yang dikemukakan sebelumnya maka penulis mengemukakan saran berikut:

1. Penelitian ini bisa ditingkatkan kualitasnya dengan menggunakan sampel yang lebih banyak, seperti dengan memperpanjang periode analisis.
2. Penelitian ini bisa juga dilakukan dengan memastikan bahwa variabel *managerial ownership* atau *insider ownership* tidaklah terdiri dari seseorang tertentu yang memiliki saham yang cukup besar pada perusahaan lain yaitu sebagai investor institusional.

## DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Agrawal, A., and G., Mandelker (1987), Large shareholders and monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments, *Journal of finance*, 42, hal: 823-837.
- Aritejo, Bayu Aji, (2002), The impact of ownership structure on corporate debt and dividend policies of manufacturing firms in Jakarta Stock exchange, 1992-1996: an agency perspective, *Thesis*, PPS UGM.
- Bathala C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao (1994), Managerial ownership, debt policy, and institutional holdings: an agency perspective, *Financial management*, 23, hal: 38-50
- Bradley, M. G. Jarrell and E. H. Kim., (1984), On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence, *Journal of finance*, Juli, hal: 867-880.
- Brigham, Eugene, F., Gapenski, Louis, C., Daves, Philip, R., (1999) *Intermediate financial management*, Sixth edition, The dryden press, Orlando
- Chang, Rosita P., and Rhee, S.Ghon, (1990), The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions, *financial Management*, Summer, hal: 21-31
- Crutley, C and Hansen (1989), A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage and corporate dividend, *Financial Management*, 18 hal:36-46.
- Demsetz H., and K. Lehn (1985), The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal Political Economy*, Desember, 93, hal: 1155-1177.
- Faisal, (2000). Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang perusahaan pada industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta, *Thesis*.
- Fama, E., (1986), Agency problem and theory of firm, *Journal Political Economy*, 88, hal: 301-325.
- Friend I, and L.H.P.Lang (1988), An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure, *Journal of Finance*, Juni, 43, hal: 271-281.
- Gujarati, D., dan Zain, Sumarno, (1997). *Ekonometrika Dasar*, Edisi terjemahan, Airlangga, Jakarta.
- Grossman, S., and O. Hart (1982), Corporate financial structure and managerial incentives in the economics of information and uncertainty, *J, Mccall*,

- Jensen, M. and W. H. Mackling (1976), Managerial behaviour, agency cost, and ownership structure, *Journal of financial Economic*, 3 hal: 305-360
- Jensen, Gerald R, D.P., Soberg and T.S. Zorn (1992). Simultaneous determinat of insiders ownership, debt and dividend. *Journal of Finance Quantitative Analysis*, 27 hal: 247-263.
- Jones, Charles P., (1988), Investment: Analysis and management, Sixth edition, *John Willey and Sons, singapore.*
- Kim,W.S., dan Sorensen,E.H., (1986). Evidence on the impact of the agency cost of debt on corporate debt policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21 hal: 131-144.
- Koutsoyiannis, A., (1977). *A theory of econometrics*, Ed 2, Mc Millan, Hongkong.
- Nuringsih, Kartika (2002). Kepemilikan manajerial dan konflik keagenan: analisis simultan antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang, dan kebijakan dividen. *Thesis*, PPS UGM.
- Ravid, S.A. (1988). An interaction of production and financial decisions. *Financial Management*, 17 hal:87-99
- Saunder, Antony., Strock, Elizabeth., Travos and Nicolas G., (1990). Ownership, stucture deregulation and bank risk taking. *Journal of Finance*, 2, June, hal: 643-654.
- Schooley, D.K., dan Barney, D. Jr., (1994). Using devident policy and managerial ownership to reduce agency coats. *The Journal of Financial Research*. Vol.XVII, No 3 hal: 363-373.
- Setiyono, (2000), Analisis dampak kepemilikan saham manajerial pada penilaian obligasi perusahaan, *Thesis*, PPS UGM hal: 8.



**Lampiran 1:**

**BIODATA PENELITI**

**Ketua Penelitian:**

Nama : Marwan, S.Pd  
NIP : 132 259 207  
Tempat/Tgl. Lahir : Padang / 09 Maret 1975  
Pangkat/Golongan : Penata Muda / III-a  
Jabatan Fungsional : Asisten Ahli  
Fakultas : Ilmu Ilmu Sosial UNP  
Jurusan : Ilmu Ekonomi  
Alamat : Jl. Beringin No. 49 Belanti Barat Padang

**Jenjang Pendidikan :**

- a. SD Negeri 70 Padang, tamat tahun 1987.
- b. SMP Negeri 20 Padang, tamat tahun 1990.
- c. SMEA Negeri 1 Padang, tamat tahun 1993.
- d. Sarjana Pendidikan, Akuntansi, UNP Padang, tahun 1998.

**Pengalaman Organisasi :**

- a. Bendahara PDM-DKE TA 1998-1999 Kel. Sebr. Padang Selatan
- b. Sekretaris II LKMD Kel. Seberang Padang Selatan 2001
- c. Sekretaris IKPS Cabang Seberang Padang 2000-2002


**Karya Ilmiah :**

- a. Pengakuan Pendapatan Atas Kontrak Jangka Panjang, Studi Kasus pada PT. Waskita Karya Padang (Skripsi, 1998)
- b. Karakteristik Rekening Pada Akuntansi Koperasi (2001).
- c. Modul Praktikum Pengantar Aplikasi Komputer (2002)
- d. Modul Praktikum Komputer Akuntansi (2002)

**Karya Pengabdian Kepada Masyarakat :**

- a. Pelatihan Ilmu Menjual bagi Anggota Kelompok Tani Tambak Ikan Air Tawar di Desa Sei. Kasikan Padang Pariaman (2000).
- b. Penyuluhan tentang Pembukuan Koperasi dan Pemasaran Hasil-hasil Pertanian di Kecamatan X Koto Kabupaten Tanah Datar (2001).

Padang, 20 Oktober 2004

  
Marwan, S. Pd

## BIODATA PENELITI

Nama : Erni Masdupi, SE, M.Si  
NIP : 132 206 094  
Tempat / Tgl. Lahir : Payakumbuh / 24 April 1974  
Pangkat/Golongan : Penata / III-b  
Jabatan Fungsional : Asisten Ahli  
Fakultas : Ilmu Ilmu Sosial UNP  
Jurusan : Ilmu Ekonomi  
Alamat : Jl. Cendana A II/9 Perumahan Singgalang Padang  
Telp: 0751 481851

### Jenjang Pendidikan:

- a. SD di Payakumbuh, tamat tahun 1987.
- b. SMP Negeri 3 Payakumbuh, tamat tahun 1990.
- c. SMA Negeri 1 Payakumbuh, tamat tahun 1993.
- d. Sarjana Ekonomi, Manajemen, UNAND Padang tahun 1997.
- e. S2 Ilmu Manajemen, UGM Yogyakarta, tamat tahun 2002.

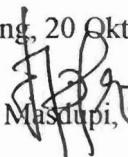
### Karya Ilmiah :

- a. Analisis Hubungan Struktural Modal dengan Rentabilitas Modal Sendiri pada PT. Semen Padang (Skripsi, 1997).
- b. Pengukuran Kinerja Perusahaan dengan Metode EVA (1998).
- c. *Economic Value Added (EVA)* sebagai Suatu Cara Pengukuran Kinerja pada PT. Semen Padang (Penelitian didanai HEDS-JICA PROJECT, 2000)
- d. Kesesuaian Individu dan Karyawan: Paradigma Baru dalam Penyeleksian Karyawan (Publis Pada Jurnal Utilitas UMY, Yogyakarta, 2001)
- e. Perubahan Organisasi yang berkelanjutan (2001)
- f. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan (Penelitian didanai Forum HEDS, 2003)
- g. Pemberdayaan Sumber Permodalan dalam Meningkatkan Kinerja Usaha Kecil di Sumatera Barat (Ketua, Penelitian Hibah Pekerti Tahun 1 didanai DIKTI, 2003).
- h. Pemberdayaan Sumber Permodalan dalam Meningkatkan Kinerja Usaha Kecil di Sumatera Barat (Ketua, Penelitian Hibah Pekerti Tahun 2 didanai DIKTI, 2004).

### Karya Pengabdian Kepada Masyarakat :

- a. Pelatihan Komputer di Panti Asuhan Anak Mentawai, Ulu Gadut, Padang (1998)
- b. Temu Konsultasi dengan UKM dan Koperasi di Sumatera Barat (2000)
- c. Manajemen Pemasaran Bordiran di Deperindag Padang Pariaman, (2002)

Padang, 20 Oktober 2004

  
Erni Masdupi, SE, M.Si

**Lampiran 2: Data Nama Perusahaan dan Variabel Penelitian**

	tahu	n_perush	dr	emv	growt	size	instl	mgow	stokvol
1	92	PT. Argo Pantas	.584	.405	1.05	5.843	.580	.2600	.0802
2	92	PT. Bakri & Brother	.821	.689	1.06	5.569	.100	.5000	.2412
3	92	PT. Evershine Textil	.353	.260	1.07	5.101	.840	.0400	.1629
4	92	PT. Gudang Garam	.434	.190	1.04	6.426	.670	.4600	.3116
5	92	PT. Hotel Sahid Jaya	.213	.310	.997	5.280	.720	.1100	.1129
6	92	PT. Indospring	.218	.644	.957	4.730	.470	.3100	.1083
7	92	PT. Lionmesh Prima	.357	.309	.981	4.051	.190	.4100	.0938
8	92	PT. Lippo Industries	.122	.778	.983	4.966	.180	.1000	.0299
9	92	PT. Matahari Putra P	.722	.529	1.06	5.591	.730	.0600	.0535
10	92	PT. Metro Supermarke	.468	.033	1.03	4.786	.740	.0900	.0449
11	92	PT. Metrodata E.	.306	.317	1.02	5.077	.740	.0900	.2142
12	92	PT. Modernland R.	.756	6.56	1.97	5.482	.690	.0100	.1348
13	92	PT. Pakuwon Jati	.326	.680	1.15	5.391	.230	.3300	.1530
14	92	PT. Pudjadi & Sons	.500	.528	1.08	4.835	.580	.3300	.0681
15	92	PT. Rig Tenders Indo	.118	.376	1.01	4.975	.200	.1000	.0602
16	92	PT. Sarasa Nugraha	.554	.154	1.30	4.874	.640	.0700	.0160
17	92	PT. Sekar Bumi	.502	.359	1.11	5.202	.770	.0400	.0975
18	92	PT. Toko G. Agung	.447	.621	1.06	4.887	.020	.7700	.0664
19	92	PT. Unitex	.687	.122	1.06	4.875	.500	.1000	.1174
20	92	PT. Voksel Elektrik	.565	.357	1.09	5.103	.130	.1500	.1387
21	93	PT. Argo Pantas	.665	.314	.987	5.754	.590	.2600	.1230
22	93	PT. Bakr & Brother	.757	.828	1.09	5.916	.090	.4700	.3334
23	93	PT. Evershine Textil	.383	.319	1.00	5.186	.760	.0400	.1423
24	93	PT. Gudang Garam	.468	.184	1.04	6.481	.770	.0100	.0823
25	93	PT. Hotel Sahid Jaya	.223	.398	.990	5.280	.720	.1100	.1523
26	93	PT. Indospring	.344	.655	1.09	4.834	.470	.3200	.2951
27	93	PT. Lionmesh Prima	.416	.363	1.14	4.130	.190	.4100	.1167
28	93	PT. Lippo Industries	.094	.675	1.07	5.001	.180	.1000	.0342
29	93	PT. Matahari Putra P	.607	.555	1.05	5.653	.730	.0600	.0674
30	93	PT. Metro Supermarke	.542	.151	1.13	4.960	.080	.2600	.0809
31	93	PT. Metrodata E.	.650	.262	1.07	5.257	.250	.2100	.1054
32	93	PT. Modernland R.	.608	6.68	1.00	5.709	.690	.0100	.2718
33	93	PT. Pakuwon Jati	.332	.647	1.02	5.417	.490	.0200	.2074
34	93	PT. Pudjadi & Sons	.495	.336	1.01	4.848	.580	.3300	.2251
35	93	PT. Rig Tenders Indo	.241	.424	1.03	5.065	.380	.1000	.0837
36	93	PT. Sarasa Nugraha	.605	.178	.978	4.979	.640	.0700	.0160
37	93	PT. Sekar Bumi	.582	.345	1.20	5.338	.770	.0400	.1740

## Lampiran 2: Lanjutan

	tahu	n_perush	dr	emv	growt	size	instl	mgow	stokvol
38	93	PT. Toko G. Agung	.490	.662	1.03	4.930	.020	.6300	.0438
39	93	PT. Unitex	.694	.299	1.01	4.908	.500	.1000	.0306
40	93	PT. Voksel Elektric	.701	.438	1.01	5.312	.130	.1500	.0901
41	94	PT. Argo Pantas	.574	1.02	1.07	5.872	.590	.2600	.0864
42	94	PT. Bakri & Brother	.432	.896	1.28	6.426	.370	.1000	.1900
43	94	PT. Evershine Textil	.187	.061	1.06	5.331	.760	.0400	.1122
44	94	PT. Gudang Garam	.700	.496	1.05	6.410	.770	.0100	.1945
45	94	PT. Hotel Sahid Jaya	.213	.306	.997	5.280	.720	.1100	.1019
46	94	PT. Indospring	.327	.332	1.10	4.856	.470	.3200	.0907
47	94	PT. Lionmesh Prima	.587	.384	1.11	4.339	.190	.4100	.2314
48	94	PT. Lippo Industries	.103	.587	1.12	5.043	.840	.0600	.0144
49	94	PT. Matahari Putra P	.713	.260	1.07	5.845	.730	.0600	.2961
50	94	PT. Metro Supermarke	.544	.208	1.04	5.016	.220	.3000	.0384
51	94	PT. Metrodata E.	.309	.312	1.00	5.094	.740	.0900	.1907
52	94	PT. Modernland R.	.658	6.15	1.21	5.844	.680	.0100	.0976
53	94	PT. Pakuwon Jati	.503	.590	1.23	5.915	.230	.3300	.1804
54	94	PT. Pudjiadi & Sons	.584	.243	1.00	4.948	.580	.3300	.0255
55	94	PT. Rig Tenders Indo	.162	.579	1.06	5.032	.380	.1000	.0636
56	94	PT. Sarasa Nugraha	.642	.210	1.06	5.019	.440	.0700	.1503
57	94	PT. Sekar Bumi	.430	.247	.999	5.454	.770	.0400	.1517
58	94	PT. Toko G.Agung	.507	.393	1.02	4.946	.170	.3200	.0615
59	94	PT. Unitex	.739	.325	.997	4.898	.500	.1000	.1140
60	94	PT. Voksel Elektric	.647	.281	1.06	5.423	.130	.1500	.0924
61	95	PT. Argo Pantas	.623	1.07	1.01	5.943	.590	.2600	.0772
62	95	PT. Bakrie & Brother	.486	.331	1.14	6.533	.460	.1000	2.747
63	95	PT. Evershine Textil	.387	.032	1.04	5.466	.760	.0400	.1426
64	95	PT. Gudang Garam	.480	.536	1.03	6.593	.770	.0100	.0925
65	95	PT. Hotel Sahid Jaya	.356	.316	1.02	5.356	.720	.1100	.1043
66	95	PT. Indospring	.423	.447	1.06	4.976	.470	.3200	.1301
67	95	PT. Lionmesh Prima	.487	.037	1.07	4.469	.190	.4100	.1758
68	95	PT. Lippo Industries	.082	.207	1.02	5.075	.460	.0600	.2054
69	95	PT. Matahari Putra P	.669	.249	1.16	6.011	.650	.0400	.1437
70	95	PT. Metro Supermarke	.392	.278	.979	5.058	.740	.0900	.1527
71	95	PT. Metrodata E.	.348	.229	.994	5.128	.740	.0900	.1183
72	95	PT. Modernland R.	.740	.841	1.02	5.971	.690	.0100	.1468
73	95	PT. Pakuwon Jati	.588	.535	1.24	6.022	.230	.3300	.2094
74	95	PT. Pudjiadi & Sons	.586	.268	1.02	4.944	.580	.3300	.0000

## Lampiran 2: Lanjutan

	tahu	n_perush	dr	emv	growt	size	instl	mgow	stokvol
75	95	PT. Rig Tenders Indo	.035	3.22	1.05	4.995	.380	.1000	.2504
76	95	PT. Sarasa Nugraha	.710	.069	1.01	5.072	.440	.0700	.0000
77	95	PT. Sekar Bumi	.425	.066	1.01	5.499	.770	.0400	.1165
78	95	PT. Toko G. Agung	.523	.330	1.05	4.970	.170	.3200	.1717
79	95	PT. Unitex	.821	3.39	1.05	4.940	.580	.0900	.0299
80	95	PT. Voksel Elektrik	.684	.190	1.07	5.497	.220	.6300	2.653
81	96	PT. Argo Pantes	.663	1.12	.989	5.999	.690	.0700	.1552
82	96	PT. Bakrie & Brother	.668	.313	1.05	6.721	.480	.1000	.2774
83	96	PT. Evershine Textil	.465	.031	1.03	5.574	.760	.0400	.1777
84	96	PT. Gudang Garam	.410	.462	1.03	6.635	.770	.0100	.2054
85	96	PT. Hotel Sahid Jaya	.475	.427	1.04	5.456	.720	.1100	.0562
86	96	PT. Indospring	.339	.550	.989	4.946	.470	.3200	.0920
87	96	PT. Lionmesh Prima	.439	.187	.993	4.449	.190	.4100	.0733
88	96	PT. Lippo Industries	.254	.634	1.01	5.143	.200	.0500	.0341
89	96	PT. Matahari Putra P	.577	.198	1.06	6.129	.650	.0400	.1992
90	96	PT. Metro Supermarke	.559	.212	1.10	5.097	.250	.2600	.1400
91	96	PT. Metrodata E.	.615	.279	1.02	5.279	.250	.2300	.1017
92	96	PT. Modernland R.	.752	.736	.959	6.024	.690	.0100	.1627
93	96	PT. Pakuwon Jati	.713	.539	1.16	6.211	.470	.0200	.1181
94	96	PT. Pudjadi & Sons	.576	.244	1.01	4.941	.580	.3300	.0000
95	96	PT. Rig Tenders Indo	.034	3.13	1.04	5.019	.380	.1000	.1890
96	96	PT. Sarasa Nugraha	.792	.514	.996	5.069	.440	.0700	.3109
97	96	PT. Sekar Bumi	.394	.090	1.04	5.515	.590	.0300	.1394
98	96	PT. Toko G. Agung	.622	.489	1.03	5.001	.180	.3200	.1072
99	96	PT. Unitex	.924	3.96	.998	5.017	.500	.0900	.1873
100	96	PT. Voksel Elektrik	.626	.176	.995	5.453	.130	.1500	.1830

### Lampiran 3: Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DR	100	.0344	.9245	.492569	.195821
ERNVOL	100	.0306	6.6766	.697363	1.204522
GROWTH	100	.9574	1.9729	1.061672	.113001
SIZE	100	4.0514	6.7214	5.331872	.549131
INSTL	100	.0200	.8400	.490300	.236197
MGOWN	100	.0100	.7700	.174500	.160450
STOKVOL	100	.0000	2.7466	.180422	.369626
Valid N (listwise)	100				

## Lampiran 4: Hasil Olahan 2-SLS, Persamaan *Debt Ratio*

### Two-stage Least Squares

MODEL: MOD\_1.

Equation number: 1

Dependent variable.. DR

Listwise Deletion of Missing Data

Multiple R .36202  
R Square .13106  
Adjusted R Square .08484  
Standard Error .18733

#### Analysis of Variance:

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	5	.4975444	.09950887
Residuals	94	3.2987071	.03509263

F = 2.83561      Signif F = .0198

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
ERNVOL	.019771	.017676	.121612	1.119	.2662
GROWTH	.130628	.187309	.075380	.697	.4873
SIZE	.115627	.037343	.324247	3.096	.0026
INSTL	-.039175	.104320	-.047252	-.376	.7081
MGOWN	.209324	.154691	.171514	1.353	.1792
(Constant)	-.293732	.265689		-1.106	.2717

## Lampiran 5: Hasil Olahan 2-SLS, Persamaan *Managerial Ownership*

### Two-stage Least Squares

MODEL: MOD\_2.

Equation number: 1

Dependent variable.. MGOWN

Listwise Deletion of Missing Data

Multiple R .66588  
R Square .44340  
Adjusted R Square .41380  
Standard Error .12285

Analysis of Variance:

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	5	1.1300876	.22601751
Residuals	94	1.4185874	.01509136

F = 14.97662      Signif F = .0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
STOKVOL	.070697	.035018	.162863	2.019	.0463
GROWTH	-.073637	.111400	-.051861	-.661	.5102
SIZE	-.060964	.026224	-.208645	-2.325	.0222
INSTL	-.366616	.057116	-.539691	-6.419	.0000
DR	.081888	.066697	.099941	1.228	.2226
(Constant)	.704390	.160918		4.377	.0000