

PENGUJIAN PENGARUH CAPITAL STRUCTURE PADA DEBT POLICY (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia)

Wuryaningsih D.L

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Surakarta

Abstract

This research aim to test the impact of capital structure to company debt policy. The capital structure consisted by insider ownership, institutional investor, and shareholder dispersion. This research use sample of all manufacturing business which enlisted in Jakarta Stock Exchange during year of 1999 - 2002. result of partial test indicated that shareholder dispersion variable have a significant effect to company debt policy. Examination by simultaneously indicate that all component of capital structure have a significant effect on negativity to company debt policy. Equally, all variables mirroring expense of agent serve to purpose of instrument of determinant of debt policy to minimize agency cost.

Keywords: *insider ownership, shareholder dispersion, institutional investors, debt ratio*

PENDAHULUAN

Capital atau modal merupakan satu elemen penting dalam perusahaan, di samping sumber daya manusia, mesin, material dan sebagainya. Suatu usaha selalu membutuhkan modal dan tetap akan dibutuhkan jika perusahaan bermaksud melakukan ekspansi. Oleh karena itu perusahaan harus menentukan berapa besarnya modal yang diperlukan untuk membiayai usahanya. Kebutuhan dana bisa dipenuhi dari berbagai sumber dan mempunyai jenis yang berbeda-beda, tetapi pada dasarnya modal dapat diklasifikasikan dalam dua tipe, yaitu ekuitas (*equity*) dan utang (*debt*). Bauran relatif keduanya (ekuitas dan utang), dalam struktur pendanaan jangka panjang suatu perusahaan disebut sebagai struktur modal perusahaan (Brigham, 1999).

Tujuan manajemen keuangan adalah

memaksimumkan kesejahteraan pemilik (*shareholders*) melalui kebijaksanaan pendanaan, investasi, dan deviden yang tercermin dalam harga saham di pasar modal. Semakin tinggi harga saham di pasar, berarti kesejahteraan pemilik meningkat (Brigham dan Gapenski, 1999). Dalam menjalankan perusahaan, biasanya pemilik melimpahkan kepada pihak lain, yaitu manajer. Pelimpahan tugas inilah yang kemudian menyebabkan masalah keagenan (*agency problem*). Masalah keagenan selalu dimasukkan ke dalam manajemen keuangan perusahaan, karena banyaknya keputusan keuangan yang diwarnai oleh masalah keagenan, seperti kebijakan utang. Dalam konteks keuangan masalah tersebut muncul antara pemilik (*principal*) dan agen. Menurut Brigham dan Gapenski (1999) masalah keagenan bisa terjadi pada beberapa pihak. Pertama, antara pihak pemilik (*shareholders*) dengan

manajer; kedua, antara manajer dengan *debtholders*. Ketiga, antara manajer dan *shareholders* dengan *debtholders*.

Penelitian tentang struktur kepemilikan modal perusahaan telah banyak dilakukan. Sejumlah teori telah digunakan untuk menjelaskan variasi rasio utang dalam perusahaan. Teori-teori tersebut menyatakan bahwa, perusahaan memilih struktur modalnya berdasarkan pada atribut-atribut yang menentukan berbagai biaya dan manfaat yang berhubungan dengan pembiayaan melalui utang dan ekuitas (Titman dan Wessels, 1988). Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan struktur modal perusahaan telah dilakukan oleh banyak peneliti sebelumnya. Penelitian tersebut umumnya menggunakan *insiders ownership* sebagai unsur struktur kepemilikan. Kim dan Sorensen (1986) serta Mehran (1992) menemukan hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki oleh *insiders* dengan *debt ratio* perusahaan. Peneliti lain, Friend dan Hasbrouk (1988) serta Jensen (1992) menemukan hubungan yang negatif antara prosentase saham yang dimiliki oleh *insiders* dengan *debt ratio* perusahaan. Hasil penelitian Moh'd (1988), menyatakan bahwa ada aspek lain di dalam struktur kepemilikan modal yang juga berpengaruh terhadap kebijaksanaan utang perusahaan yang harus dipertimbangkan dalam rangka mengurangi *agency cost*, yaitu bentuk distribusi saham antara pemegang saham dari luar (*institutional investors*) dan *shareholders dispersion*. Komposisi kepemilikan saham merupakan faktor penentu struktur modal dalam mengurangi *agency problem*. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen (*management ownership*)

akan mensejajarkan tingkat kepentingan antara manajer dan *outside owners*, sehingga manajer akan mengurangi tingkat utang secara optimal seiring dengan semakin meningkatnya kepemilikan mereka dalam perusahaan.

TEORI KEAGENAN

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik atau pemegang saham, melalui keputusan pendanaan (struktur modal perusahaan), keputusan investasi, dan kebijakan deviden yang tercermin dalam harga saham perusahaan di pasar modal. Istilah struktur kepemilikan (*ownership structure*) digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan *equity* tetapi juga prosentase kepemilikan saham oleh *inside shareholders* dan *outside shareholders* (Jensen dan Meckling, 1976).

Penyebab konflik antara manajer dan *shareholders* antara lain karena keputusan pendanaan. Pemegang saham hanya peduli terhadap resiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada *portfolio* yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer melakukan hal yang sebaliknya, yaitu mereka lebih berhubungan dengan resiko perusahaan secara keseluruhan. Menurut Fama (1980) ada dua alasan, pertama, bagian substantif dari kekayaan mereka adalah di dalam *spesifik human capital* perusahaan, yang membuat posisi mereka menjadi *non-diversifiable*. Kedua, manajer akan terancam reputasinya dan juga kemampuan *earning* perusahaan jika perusahaan mengalami kebangkrutan.

Kesimpulannya, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976). Pendapat lain didasarkan pada asumsi bahwa para manajer yang bertanggung jawab terhadap keputusan-keputusan keuangan tidak mampu melakukan diversifikasi dalam *human capital* (Fama, 1980).

Menurut studi Jensen dan Meckling (1976), perusahaan yang semakin besar akan potensial terkena *agency problems* sebagai akibat adanya pemisahan antara fungsi pengambilan keputusan dan penanggung resiko (*risk beating*). Dalam kondisi seperti ini, manajer mempunyai kecenderungan untuk melakukan konsumsi atas keuntungan tambahan secara berlebihan, karena resiko yang ditanggungnya relatif sama dan disebut *agency cost of equity*. Untuk meminimumkan konflik antara *insiders* dan pemegang saham eksternal, diperlukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Hal ini akan menyebabkan munculnya biaya yang disebut *agency cost*.

Untuk mengatasi masalah keagenan dan untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan beberapa cara, antara lain meningkatkan *insiders ownership*, pendekatan pengawasan eksternal, *institutional agent* sebagai *monitoring agent*, *labor market controls*, *capital control* dan ancaman *takeover*.

KAJIAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

Penelitian Mehran (1992) menunjuk-

kan bahwa terdapat hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki *insiders* dengan rasio utang, terdapat hubungan positif antara individual investor dengan rasio utang serta *institutional holdings* memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan rasio utang. Sedangkan Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh *uniqueness*, *industry classification*, *size*, dan *profitability*. Prosentase saham yang dimiliki *insiders* berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Kepemilikan saham dalam perusahaan oleh *insiders* akan menggantikan peranan utang dalam mengurangi masalah keagenan. Peningkatan kepemilikan ini akan menurunkan penggunaan utang (Jensen, 1992). Bathala (1994) menunjukkan bahwa penggunaan utang dan *manajerial ownership* mempunyai hubungan negatif dengan *institutional investors*. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kehadiran *institutional investors* dalam perusahaan efektif dalam melakukan *monitoring* terhadap perilaku para manajer dalam perusahaan, di samping itu juga meningkatnya kepemilikan oleh *institutional investors* akan mengurangi *insiders ownership* dan menggantikan peranan utang dalam mengurangi *agency prolem*, sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Moh'd (1988) dalam penelitiannya menggunakan 12 faktor untuk menjelaskan rasio utang perusahaan. Faktor-faktor tersebut adalah struktur kepemilikan (*ownership structure*) yang meliputi *percent insiders ownership*, *shareholders dispersion*, dan *percent institutional investor*, *dividend payment*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *asset risk*, *firm profitability*, *taxe rate*, *non debt tax shield* dan *unigeness of the firm*.

Hasil studi Friend dan Brouck (1988) dan Friend dan Lang (1988) konsisten dengan hasil penelitian Jensen (1992) dan Moh'd (1988), yaitu tingkat utang di dalam struktur modal mempunyai hubungan negatif dengan *insiders ownership*. Ini menunjukkan penggunaan utang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajer dalam perusahaan. Konsisten dengan teori yang dikemukakan Easterbrook (1984), dan Saunders (1990), bahwa jika struktur kepemilikan oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Artinya dengan meningkatkan kepemilikan oleh *insiders* akan menyebabkan *insiders* akan semakin berhati-hati dalam menggunakan utang dan menghindari perilaku oportunistik, karena mereka ikut menanggung konsekuensinya, sehingga perusahaan ini utangnya rendah. Hal ini bisa mengontrol konflik keagenan. Berdasarkan uraian tersebut di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis alternatif pertama sebagai berikut:

H1: Struktur kepemilikan modal pihak internal (insiders ownership) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijaksanaan utang.

Menurut Shleifer dan Vishny (1986), pemegang saham besar mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Adanya konsentrasi kepemilikan, menyebabkan para pemegang saham besar seperti *institutional investors* akan dapat memonitor tim manajer secara lebih efektif, dan dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *takeover*. Meningkatnya *institutional investors* juga dapat mengimbangi kebutuhan terhadap utang. Dengan demikian, kehadiran

institutional investors di dalam perusahaan akan berhubungan negatif dengan rasio utang perusahaan. Konsisten dengan studi Moh'd (1988), bahwa *institutional shareholder* mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap *debt ratio*. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh *institutional investors* akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer, dan memaksa manajer untuk mengurangi tingkat utang secara optimal, sehingga akan mengurangi *agency cost* (Bathala, 1994). Berdasarkan uraian tersebut di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis alternatif kedua sebagai berikut:

H2: Struktur kepemilikan Modal pihak eksternal (institutional investor) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijaksanaan utang

Menurut teori Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan akan terpecah dalam prosentase yang kecil. Hal ini menyebabkan *power* para pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah. Oleh karena itu, perusahaan perlu meningkatkan utang guna mendisiplinkan tindakan manajer dalam perusahaan. Sedangkan hasil studi Moh'd (1988) menemukan bahwa jumlah *shareholders dispersion* mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan dengan *debt ratio*. Hal ini mendukung pernyataan Easterbrook (1984), bahwa pemegang saham yang menyebar (*diffused shareholder*) mempunyai sedikit pengaruh terhadap posisi manajer yang konservatif dalam

penggunaan utang. Berdasarkan uraian tersebut di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis alternatif ketiga sebagai berikut:

H3: Penyebaran jumlah kepemilikan modal (shareholders dispersions) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijaksanaan utang

METODA PENELITIAN

• Populasi dan Sampel

Penelitian ini dilakukan dengan mengambil populasi semua perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sampel yang diteliti selama tahun 1999 sampai dengan 2002. Dalam penelitian ini yang dipilih adalah perusahaan manufaktur dengan alasan supaya struktur kepemilikan modal akan lebih relevan bila dilakukan pada jenis industri yang sama.

Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel dengan mendasarkan pada beberapa kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1955). Kriteria yang digunakan antara lain: memiliki laporan keuangan selama periode penelitian, tersedia data tentang prosentase saham yang dimiliki direktur dan komisaris (*insiders ownership*), tersedia data tentang prosentase saham yang dimiliki oleh *institutional investors*, memiliki kebijakan hutang, dan memiliki *EBIT* positif.

• Jenis Data dan Sumber Data

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber pada laporan keuangan. Data diperoleh dari berbagai publikasi, khususnya data yang termuat dalam *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 sampai

dengan tahun 2002, *JSX Statistic*, dan publikasi lainnya yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian ini. Data yang dikumpulkan mencakup: data laporan keuangan selama periode penelitian, data prosentase saham yang dimiliki direktur dan komisaris (*insiders ownership*), dan data prosentase saham yang dimiliki *institutional investors*.

• Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Kebijakan Utang. Kebijakan utang perusahaan didasarkan pada nilai *Debt Ratio*.

Debt Ratio. Variabel *debt ratio* diberi simbol DR. *Debt ratio* ini merupakan hasil bagi antara *long-term liabilities* tahunan dengan jumlah *long-term liabilities* tambah *shareholders equity* tahunan. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 sampai dengan tahun 2002 pada bagian *summary of financial statement*.

Struktur Kepemilikan Modal. Struktur ini dikelompokkan menjadi 2 bagian, yaitu proporsi saham yang dimiliki oleh para manajer (*insiders ownership*) dan proporsi saham yang dimiliki *outside stockholder* (*shareholders dispersion* dan *institutional investors*). Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 sampai dengan tahun 2002 pada bagian *shareholders ownership*.

Insiders Ownership. Variabel ini diberi simbol INSDR. Merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh manajer artinya dimiliki oleh direktur dan komisaris. Yaitu jumlah saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur dibagi dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun untuk

masing-masing periode pengamatan. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 sampai dengan tahun 2002.

Shareholders Dispersion. Variabel ini diberi simbol SDP. Didefinisikan sebagai penyebaran pemegang saham. Sebagai akibat dari penyebaran, maka berarti hak suara (*power*) akan menjadi kecil terhadap manajer yang konservatif dalam menggunakan hutang, sehingga hutang akan semakin kecil, sehingga formulanya sebagai berikut:

$$SDP = 1 / \text{Shareholders}$$

Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 sampai dengan tahun 2002.

Institutional Investors. Variabel ini diberi simbol INST. *Institutional Investors* mewakili prosentase saham yang dimiliki oleh *institutional Ownership*. Variabel ini

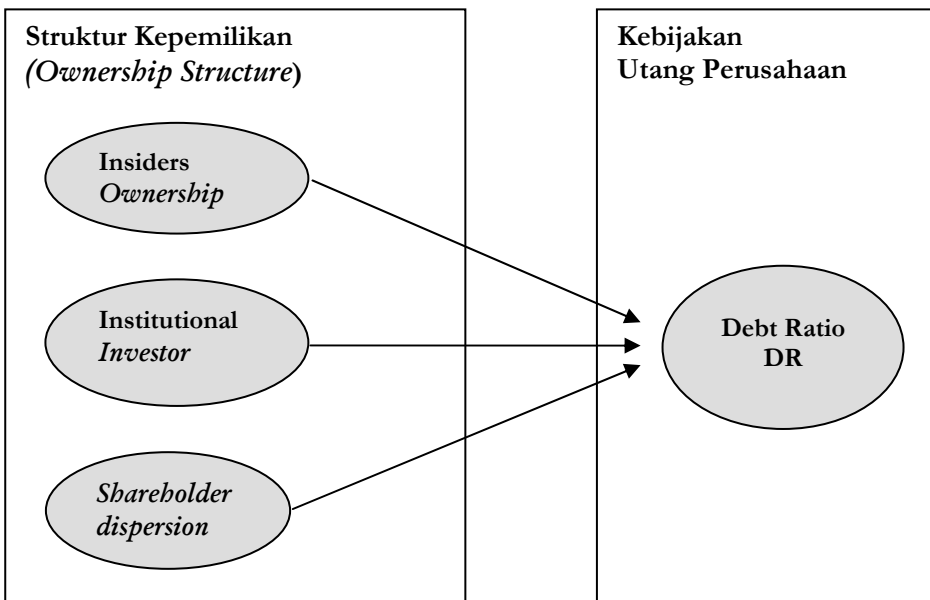
didefinisikan sebagai prosentase saham yang dimiliki oleh institusi pada akhir tahun. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999 sampai dengan tahun 2002.

MODEL PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data *Time Series* yang diestimasi dengan menggunakan *Ordinary Least Squares (OLS)*. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan utang atau *debt ratio*. Determinan dari *debt ratio* adalah *percent insider ownership*, *shareholders dispersion*. Pengujian pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang menggunakan analisis regresi berganda.

Persamaannya regresinya dapat dituliskan sebagai berikut:

$$DR = b_0 + b_1 \text{INSDR} + b_2 \text{SDP} + b_3 \text{INST} + e$$



Sumber: Moh'd (1998)

PENGUJIAN ASUMSI KLASIK

Penggunaan regresi berganda dalam menguji hipotesis haruslah menghindari kemungkinan terjadinya penyimpangan asumsi klasik. Dalam penelitian ini pengujian asumsi klasik penting dilakukan. Hasil analisis regresi akan bermakna apabila tidak terjadi *multikolinieritas* antar variabel independen, tidak terjadi *heteroskedastisitas* dan tidak terjadi autokorelasi antar *residual* setiap variabel independen (Gujarati, 1995).

Multikolinieritas yaitu adanya hubungan yang kuat antar variabel independen dalam persamaan regresi. Adanya multikolinieritas akan mengakibatkan ketidakpastian estimasi, sehingga mengarahkan kesimpulan yang menerima hipotesis nol. Gejala multikolinieritas dideteksi dengan menggunakan *tolerance* (TOL) dan *Variance Influence Factor* (VIF) dan *Person Corelation Matrix*. Menurut Gujarati (1995) semakin besar nilai VIF maka semakin bermasalah atau semakin tinggi kolinieritas antar variabel independen. *Rule of thumb* adalah jika nilai VIF sama dengan satu, menunjukkan tidak adanya kolinieritas antar variabel independen. Jika nilai VIF kurang dari sepuluh tingkat kolinieritasnya belum tergolong berbahaya. Nilai *tolerance* berkisar antara nol dan satu. Jika nilai TOL sama dengan satu, maka tidak terdapat kolinieritas antar variabel independen, dan jika nilai TOL sama dengan nol maka terdapat kolinieritas yang tinggi dan sempurna antar variabel independen. Sebagai *Rule of Thumb*-nya jika nilai TOL lebih besar dari 0,1 maka tidak terdapat kolinieritas yang tinggi antar variabel independen (Hair,1998). Menurut Gujarati (1995), *Person Corelation* digunakan untuk

mengetahui nilai koefisien korelasi antar variabel independen. Jika nilai koefisien korelasi lebih kecil dari 0,8 maka tidak terdapat multikolinieritas yang berbahaya dalam model penelitian. Menurut Hair (1998) tingkat multikolinieritas adalah berbahaya jika nilai VIF lebih dari 10, namun analisis dapat menentukan sendiri berapa besarnya VIF dan TOL yang diinginkannya, karena gejala multikolinieritas ini akan selalu ada dalam setiap model penelitian.

Selain mensyaratkan tidak terjadinya multikolinieritas, model penelitian yang baik adalah tidak terjadi autokorelasi. Menurut Gujarati (1995), autokorelasi yaitu adanya hubungan kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (*time series*). Apabila terjadi gejala autokorelasi maka estimator *least square* masih tidak bias, tetapi menjadi tidak efisien. Dengan demikian koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak efisien. Untuk mendeteksi gejala autokorelasi digunakan *Durbin-Watson d Statistic Test*. Sebagai *Rule of Thumb* adalah jika $0 < d < d_1$ atau $d_1 < d_{\mu}$, maka tidak terdapat autokorelasi positif di dalam model regresi jika $4 - d_1 < d < 4$ atau $4 - d_{\mu} < d < 4 - d_1$, maka tidak terdapat autokorelasi negatif di dalam model persamaan regresi. Sedangkan jika $d_{\mu} < d < 4d_{\mu}$, maka tidak terdapat autokorelasi negatif maupun positif dalam model persamaan regresi yang digunakan (Gujarati, 1995).

Asumsi klasik ketiga yaitu tidak terjadi heteroskedastisitas. Menurut Gujarati (1995), heteroskedastisitas adalah variabel pengganggu (e_i) memiliki varian yang berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya atau varian antar

variabel independen tidak sama. Hal ini melanggar asumsi homoskedastisitas yaitu setiap variabel penjelas mempunyai varian yang sama (konstan). Untuk mendeteksi adanya gejala heteroskedastisitas dalam model persamaan regresi digunakan metode *Glejser*, dengan langkah-langkah sebagai berikut. Pertama, melakukan regresi sederhana antar nilai absolut e_i dan tiap-tiap variabel independen. Apabila ditemukan nilai t hitung lebih besar dari nilai t tabel diantara hasil regresi tersebut, maka pada model terjadi heteroskedastisitas. Dengan kriteria lain terjadinya heteroskedastisitas apabila koefisien regresi suatu variabel bebas secara signifikan berbeda dengan nol. Gejala ini dapat diatasi dengan melakukan transformasi

nilai rata-rata dan standar deviasi. Dari Table 1 dapat dilihat bahwa jumlah data yang valid 133 perusahaan selama tahun 1999–2002. Nilai minimum *debt ratio* 0,04%, nilai maksimum 0,99%, nilai rata-rata 0,57%, dan standar deviasi 0,24%. Variabel *insiders ownership* mempunyai nilai minimum 0,02%, nilai maksimum 50,97%, nilai rata-rata 10,96%, dan standar deviasi 12,20%. Variabel *shareholder dispersion* mempunyai nilai minimum 0,06%, nilai maksimum 0,33%, nilai rata-rata 0,18%, dan standar deviasi 0,06%. Variabel *institutional investor* mempunyai nilai minimum 9,92%, nilai maksimum 97,28%, nilai rata-rata 59,22%, dan standar deviasi 17,77%.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std.Deviasi
DR	133	0,04	0,99	0,57	0,24
INSDR	133	0,02	50,97	10,96	12,20
SDP	133	0,06	0,33	0,18	0,06
INST	133	9,92	97,28	59,22	17,77

variabel-variabel dalam model regresi yang ditaksir dengan membagi model regresi asal dengan salah satu variabel bebas yang memiliki koefisien regresi yang tertinggi dengan residualnya. Metode ini pada dasarnya sama dengan metode *Weighted Least Square*.

HASIL PENELITIAN

• Statistik Deskriptif

Tabel 1 menjelaskan karakteristik sampel terutama menyangkut jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum,

• Hasil Analisis Regresi

Analisis regresi dilakukan dengan bantuan SPSS 11.0. Demikian juga dengan pengujian asumsi klasik. Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa persamaan regresi dari hasil analisis data tidak ditemukan adanya multikolinieritas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas. Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan SPSS 11.0 diperoleh hasil seperti yang ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi

Variabel Independen	Koefisien Regresi	Standar Error	T Statistik	Sig. t
Constant	0,916	0,125	7,305	0,000
INSDR	-0,0026	0,002	-1,277	0,204
SDP	-0,1440	0,346	-4163	0,000
INST	-0,0010	0,001	-0,737	0,463
R=0,345	R ² =0,119	F=5.819	Sig. = 0,001	

Struktur Kepemilikan Modal

• *Insiders Ownership*

Hasil uji regresi menunjukkan *insiders ownership* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insider* dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan menyebabkan tidak signifikannya pengaruh *insider ownership* terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil statistik deskriptif untuk nilai rata-rata variabel *insider ownership* adalah 10,96%. Nilai ini jauh lebih rendah dibandingkan dengan kepemilikan saham oleh kelompok institusi yaitu sebesar 59,23%. Menurut Jensen dan Meckling (1976), jika *insiders* mempunyai kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan, maka mereka akan mengurangi tingkat utang secara optimal, sehingga akan mengurangi biaya keagenan utang.

Arah hubungan *insiders ownership* terhadap *debt ratio* sesuai dengan teori dan konsisten dengan hasil penelitian dari Moh'd, *et al.*, (1988), Jensen, *et al.*, (1992), dan Bathala, *et al.*, (1994) yaitu kepemilikan saham oleh pihak manajemen berhubungan negatif dengan penggunaan utang. Koefisien regresi β_1 : -0,0026, berarti setiap kenaikan kepemilikan saham oleh

pihak *insiders* sebesar 1%, maka kebijakan utang perusahaan akan turun sebesar 0,0026% dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Dengan demikian, hasil penelitian untuk variabel *insiders ownership* belum dapat digeneralisir untuk Pasar Modal Indonesia, karena tingkat kesalahannya 0,204 masih lebih tinggi dari taraf signifikansinya. Namun arah hubungan yang terbalik antara *insiders ownership* dengan *debt ratio* mengidentifikasi adanya kecenderungan untuk meminimumkan biaya keagenan.

• *Shareholders Dispersion*

Shareholders dispersion mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian dari Moh'd, *et al.*, (1988), yang menunjukkan bahwa jumlah *shareholders dispersion* mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan dengan kebijakan utang perusahaan. Ini juga mendukung pernyataan Easterbrook (1984), bahwa pemegang saham yang menyebar (*diffused shareholder*) mempunyai sedikit pengaruh terhadap posisi manajer yang konservatif dalam penggunaan utang. Koefisien regresi b_2 sebesar -1,440, berarti setiap kenaikan *shareholders dispersion* sebesar 1%,

maka kebijakan utang perusahaan akan turun sebesar 1,440% dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

● *Institutional Investor*

Institutional Investor tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Kehadiran *institutional investor* dapat digunakan sebagai alat monitoring dalam rangka meminimumkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang (Moh'd, et al., 1988, Jensen, et al., 1992), dan Bathala, et al., 1994). Koefisien regresi b_3 $-0,0010$, menunjukkan bahwa setiap kenaikan *institutional investor* sebesar 1% maka kebijakan utang perusahaan akan turun sebesar 0,0010% dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

PENGARUH SIMULTAN

Pengujian secara simultan dilakukan dengan menggunakan statistik uji F (F test). Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian secara bersama-sama mampu menjelaskan variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara bersama-sama *insider ownership*, *shareholders dispersion*, dan *institutional investor* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan.

Besarnya koefisien multipel korelasi antara variabel independen dengan variabel dependen dari persamaan regresi berganda sebesar 0,345 ($R = 34,5\%$). Hal ini menunjukkan tingkat keeratan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen adalah 34,5%. Nilai koefisien determinasi sebesar 0,119 (Nilai $R^2 = 11,9\%$) yang berarti hanya

11,9% perubahan di dalam variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen. Dengan kata lain, 11,9% perubahan di dalam kebijakan utang perusahaan manufaktur di Indonesia mampu dijelaskan oleh variabel struktur kepemilikan modal, sedangkan sisanya yang 88,1% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model. Hal ini menunjukkan bahwa, masih banyak faktor lain di luar struktur kepemilikan yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan manufaktur di Indonesia.

KESIMPULAN

Penelitian ini menggunakan sampel semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1999–2002. Pengujian secara parsial menunjukkan bahwa tidak semua variabel independen yaitu struktur kepemilikan modal yang terdiri dari *insiders ownership*, *institutional investor*, *shareholder dispersion* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Pengaruh yang signifikan hanya ditemukan pada variabel *shareholder dispersion*. Konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya, ketiga variabel independen mempunyai arah hubungan yang terbalik dengan kebijakan utang perusahaan. Hal ini mencerminkan adanya kecenderungan untuk meminimalkan biaya keagenan. Hasil ini juga menunjukkan bahwa kehadiran *insiders ownership* dan *institutional investor* dapat mengurangi peranan utang dalam melakukan monitoring terhadap perilaku para manajer, sehingga mengurangi biaya keagenan.

Pengujian secara simultan menunjukkan bahwa semua variabel independen

yang digunakan dalam penelitian secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Dengan kata lain, semua variabel yang mencerminkan biaya keagenan dapat digunakan sebagai instrumen penentu kebijakan utang untuk meminimumkan biaya keagenan.

KETERBATASAN PENELITIAN

Penelitian ini mengambil setting pada perusahaan manufaktur dengan pengambilan jumlah sampel yang relatif masih sedikit. Penelitian mendatang perlu memperbesar jumlah sampel dan keragaman jenis perusahaan. Kepemilikan saham oleh *insiders* masih terus diperdebatkan. Konsep kepemilikan saham perlu memperhatikan bahwa ada kemungkinan seorang *insiders* yang memiliki saham mayoritas pada perusahaan X, kemudian perusahaan X tersebut juga memiliki saham pada perusahaan lain.

Data tentang penyebaran jumlah pemegang saham (*shareholders dispersion*) diambil dengan mengasumsikan setiap pemegang saham sebagai satu kelompok. Tentu saja asumsi tersebut memiliki keterbatasan. Kelompok pemegang saham yang memiliki prosentase saham lebih besar dipertimbangkan sebagai satu kelompok. Kepemilikan saham oleh publik, juga dipertimbangkan sebagai satu kelompok. Pada kenyataannya, publik merupakan kumpulan dari *individual investor*.

DAFTAR PUSTAKA

Bathala C.T., K.P. Moon, and R.P.Rao (1994), "Managerial Ownership, Debt Policy, and Institutional Holdings;

and Agency Perspective", *Financial Management*, 23, 38-50

Brigham, E.F., Gapenski, E.C, and Daves, P.R. (1996), "Intermediate Financial Management, 6th Edition, *the Dryden Press*, Harcourt Brace College Pub, USA.

Cooper, R.D. and C.W. Emory. (1995), "*Business Research Methods*", Richard D. Irwin.

Easterbrook, F. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends" *American Economics Review* 74, 650-659.

Erni Masdupi, (2002), "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Utang dalam Mengontrol Konflik Keagenan", *Tesis Program Pascasarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi UGM*, Yogyakarta.

Faisal, (2002), "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang Perusahaan pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta", *Tesis Program Pascasarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi UGM*, Yogyakarta.

Fama, E. (1980), "Agency Problem and the Theory on the Firm", *Journal of Political Economy* 88, 288-325.

Fama, E., and M. Jensen. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economy* 26, 301-325.

Friend, I. and J. Hasbrouk (1988), "Determinants of Capital Structure", *Research in Finance* 7, 1-9.

Friend, I. and L. Lang. (1988), "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate

- Capital Structure”, *Journal of Finance* 43, 271-281.
- Gujarati, D.N. (1995), “*Basic econometric*,” Singapore: Mc Graw-Hill Comp.
- Hair, J. F JR., R. E. Anderson., R. L. Tatham., and W.C. Black. (1992), “*Multivariate Data Analysis with Readings*”, Third Edition, New York: Macmillan Pub. Comp.
- Institute for Economic and Financial Research (2000). *Indonesian Capital Market Directory*, Eleventh Edition.
- _____(2001). *Indonesian Capital Market Directory*, Seventh Edition.
- _____(2002). *Indonesian Capital Market Directory*, Eight Editions.
- _____(2003). *Indonesian Capital Market Directory*, Eleventh Edition.
- Jensen M. (1986), “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economics Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.and W. Meckling.(1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, and Agency Cost, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3,305-360.
- Kim, W. and E. Sorensen. (1986), “Evidence on the Impact of the Agency Costs of the Debt on Corporate Debt Policy” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, 131-144.
- Mehran, H. (1992),” Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 539-560.
- Meyers, S. and N. Majluf. (1984),” The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Financial* 39, 575-592.
- Mohd, M.A., L.G. Perry., and J.N. Rimbey. (1988), ”The Impact Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis”, *Financial Review*, August, Vol.33, 85-89
- Mudrajad Kuncoro. (2003), “*Metode Riset untuk Bisnis Ekonomi: Bagaimana Meneliti dan Menulis Tesis*”, Jakarta: Erlangga.
- Sartono, RA (1955), ”*Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*”, Edisi 2, Yogyakarta: BPFE UGM.
- Saunders, A., E. Strock., and N.G. Travols. (1990), “Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking”, *Journal of Finance* 45, no. 42.
- Setyawan, I.R. (1999), “Simultanitas Keputusan Deviden dan Struktur Modal”, *Tesis Program Pascasarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi UGM*, Yogyakarta
- Shleifier, A., and R. Vishny. (1986),” Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy* 95, 461-488.
- Sugiyono, (2000), “*Statistik untuk Penelitian*”, Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono, (2003), “*Metodologi Penelitian Bisnis*”, Bandung: Alfabeta.
- Syahri Alhusin, (2003), “*Aplikasi Statistik Praktis dengan SPSS.10*”, Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Titman, S. and R. Wessel. (1988), “The Determinants of Capital Structure Choice” *Journal of Finance* 43, 1– 19.