

**LAPORAN TAHUN TERAKHIR
HIBAH PENELITIAN FUNDAMENTAL**



**KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL KEBIJAKAN HUTANG
DAN KEPEMILIKAN INSIDER: PENGUJIAN TEORI KEAGENAN
Tahun ke-2 dari rencana 2 tahun**

TIM PENGUSUL

Ketua:

Dr. Jaja Suteja, S.E., M.Si. (NIDN: 0415066903)

Anggota:

Ardi Gunardi S.E., M.Si (NIDN 0415048801)

**UNIVERSITAS PASUNDAN
OKTOBER 2017**

Dibiayai oleh:

Direktorat Riset dan Pengabdian Masyarakat
Direktorat Jenderal Penguatan Riset dan Pengembangan
Kementerian Riset, Teknologi, dan Pendidikan Tinggi

No. dan Tanggal DIPA : SP DIPA-042.06.1401516/2017, tanggal 07 Desember 2016

No. dan Tanggal Kontrak : 1598/K4/KM/2017, tanggal 21 April 2017

HALAMAN PENGESAHAN

Judul : KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL KEBUAKAN
HUTANG DANKEPEMILIKAN INSIDER:
PENGUJIAN TEORI KEAGENAN

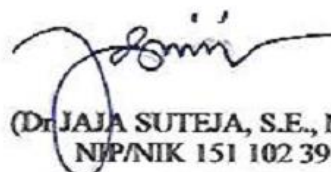
Peneliti/Pelaksana
Nama Lengkap : Dr JAJA SUTEJA, S.E., M.Si
Perguruan Tinggi : Universitas Pasundan
NIDN : 0415066903
Jabatan Fungsional : Lektor Kepala
Program Studi : Manajemen
Nomor HP : 081395477479
Alamat surel (e-mail) : jajasuteja@umpas.ac.id
Anggota (1)
Nama Lengkap : ARDI GUNARDI S.E., M.Si
NIDN : 0415048801
Perguruan Tinggi : Universitas Pasundan
Institusi Mitra (jika ada) : -
Nama Institusi Mitra : -
Alamat : -
Penanggung Jawab : -
Tahun Pelaksanaan : Tahun ke 2 dari rencana 2 tahun
Biaya Tahun Berjalan : Rp 7,500,000,0
Biaya Keseluruhan : Rp 150,000,000

Mengetahui,
Dekan Fakultas Ekonomi



(Dr. Atang Hermawan, SE, MSIE Ak)
NIP/NIK 0401036501

Bandung, 30 - 10 - 2017
Ketua,



(Dr. JAJA SUTEJA, S.E., M.Si)
NIP/NIK 151 102 39

Menyetujui,
Ketua Lembaga Penelitian



(Dr. Erni Rusyani, SE., MM)
NIP/NIK 196202031991032001

RINGKASAN

Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dan kepemilikan *insider* perusahaan, dalam suatu kerangka yang terintegrasi menggunakan analisis persamaan simultan. Variabel independen utamanya adalah kepemilikan institusional yang dihipotesiskan memiliki koefisien negatif terhadap *debt* dan *insider*.

Peningkatan prosentase investor institusional dapat menghalangi perilaku opportunistik manajer, pemikiran rasional yang melandasi alasan ini, bahwa perilaku kepemilikan institusional seringkali dihubungkan dengan tugas pengawasan terhadap manajer sehingga keterlibatan mereka akan mampu meningkatkan nilai perusahaan khususnya saat terjadi pengambilalihan atau *take-over*.

Keunikan dalam pelaksanaan pengawasan dan struktur kepemilikan perusahaan akan memiliki pengaruh terhadap berbagai kebijakan perusahaan. Tingkat kepemilikan *insider* yang cukup tinggi akan memudahkan masalah pengawasan dan juga mensejajarkan antara kepentingan para manajer dan *shareholders* (Jensen and Meckling, 1976), oleh karena itu hal tersebut akan dapat mengurangi konflik keagenan ekuitas, namun pada sisi lain akan memperburuk konflik keagenan hutang. Meskipun demikian tidaklah jelas bagaimana struktur kepemilikan dan manajemen perusahaan berkaitan dengan "*corporate leverage*" dalam suatu perspektif teori keagenan.

Kata Kunci: *debt, insider, kebijakan perusahaan*

PRAKATA

Alhamdulillah, segala puji syukur penulis panjatkan terhadap kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan Laporan Akhir Hibah Penelitian Fundamental Tahun ke 2 dengan judul “*Kepemilikan Institusional Kebijakan Hutang Dan Kepemilikan Insider: Pengujian Teori Keagenan* ini.

Laporan Akhir tahun ke 2 ini dalam penulisanya penulis menyadari bahwa masih banyak kekurangan dikarenakan keterbatasan kemampuan dan pengetahuan yang dimiliki. Penulis mengharapkan segala kritik dan saran untuk menyempurnakan laporan kemajuan penelitian ini agar bermanfaat pada pembangunan perekonomian Indonesia.

Pada kesempatan ini peneliti menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada kedua orang tua tercinta, anggota tim peneliti dan surveyor, pimpinan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pasundan yang telah memberi kesempatan melakukan penelitian memperoleh data dalam rangka penyelesaian penelitian ini.

Semoga Allah Yang Maha Pemurah lagi Maha Penyayang selalu memberikan rahmat dan karunia-Nya, serta membalas semua kebaikan yang telah diberikan kepada penulis dalam penyusunan penelitian ini, Aamiin.

Bandung, Oktober 2017

Penulis,

DAFTAR ISI

HALAMAN PENGESAHAN	i
RINGKASAN	ii
PRAKATA	iii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	v
DAFTAR GAMBAR	vi
DAFTAR LAMPIRAN	vii
BAB. I. PENDAHULUAN	1
BAB. II LANDASAN TEORI	5
BAB. III METODOLOGI PENELITIAN	16
BAB. IV HASIL DAN PEMBAHASAN	26
BAB. V KESIMPULAN DAN SARAN	40
DAFTAR PUSTAKA	43

LAMPIRAN:

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1. Ringkasan hubungan yang diharapkan	14
Tabel 4.1 Hasil Pengukuran Goodness of Fit dari Model Penelitian	26
Tabel 4.2 Hasil Analisis Persamaan Simultan Debt ratio dan Insider dengan Menggunakan Metode SEM	28
Tabel 4.3 Hasil Analisis Persamaan Struktural Rasio Hutang dan Insider dengan Menggunakan Metode OLS	30

DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1. Kerangka skematis model penelitian untuk model persamaan simultan debt ratio dan insider ownership: 22

DAFTAR LAMPIRAN

1. Artikel Internasional 46

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Dalam menjalankan operasi perusahaan, seringkali tindakan para manajer bukannya memaksimumkan kemakmuran *stockholders*, melainkan justru tergoda untuk meningkatkan kesejahteraannya sendiri. Berbagai keputusan yang mereka buat cenderung menguntungkan pihak *insiders*, misalnya melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji, serta membebankan berbagai biaya pada perusahaan. Kondisi ini akan mengakibatkan munculnya tingkat perbedaan kepentingan yang lebar antara *stockholders* dengan *insider*, konflik yang disebabkan oleh pemisahan antara kepemilikan dan fungsi pengendalian dalam teori keuangan disebut konflik keagenan atau *agency conflict*.

Teori keagenan menyarankan sejumlah mekanisme yang dapat digunakan untuk mengawasi konflik keagenan, termasuk didalamnya peningkatan *insider ownership* dan *debt financing*. Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa penggunaan instrumen *insider ownership* mampu mensejajarkan antara kepentingan manajer dan *stockholders* lainnya, kebijakan ini menyebabkan meningkatnya kontrol dari pihak manajerial. Sementara itu, menurut Grossman & Hart (1982), *agency problems* dapat dikurangi dengan menggunakan instrumen kebijakan hutang, penggunaan instrumen ini akan mengikat perusahaan dalam sebuah “*contract*” dengan *debtholders*, perusahaan dibebani kewajiban untuk melakukan pembayaran bunga dan cicilan pokok secara periodik.

Meningkatnya prosentase *insider* akan meningkatkan risiko hutang *non-diversifiable* (Friend, et al. 1988; Bathala, et al. 1994). Mereka mengatakan bahwa prosentase *insider* yang tinggi akan mendorong untuk memilih proyek-proyek berisiko dengan harapan untuk memperoleh keuntungan yang lebih tinggi. Untuk membiayai proyek tersebut, *insider* memilih pembiayaan melalui hutang, dengan harapan mereka dapat mengalihkan penanggungungan risiko kepada pihak kreditor seandainya proyek gagal. Pada sisi lain, seandainya proyek investasi tersebut berhasil,

stockholders akan mendapat hasil residu karena para kreditor hanya akan dibayar sebesar tertentu, yaitu berupa bunga. Bagaimanapun penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan (*Banckruptcy risk*) dan kesulitan keuangan (*financial distress*).

Dalam rangka mengatasi kelemahan munculnya penggunaan hutang dan prosentase *insider* yang terlalu besar, maka dibutuhkan suatu mekanisme pengendalian (Fama & Jensen, 1983; Agrawal & Mandelker, 1990). Selanjutnya menurut mereka, salah satu mekanisme pengawasan yang dapat digunakan adalah dengan mengaktifkan *monitoring* melalui keterlibatan investor institusional (*institutional investors*). Melalui investor institusional ini akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer.

Peningkatan prosentase investor institusional dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer, pemikiran rasional yang melandasi alasan ini, bahwa perilaku kepemilikan institusional seringkali dihubungkan dengan tugas pengawasan terhadap manajer sehingga keterlibatan mereka akan mampu meningkatkan nilai perusahaan khususnya saat terjadi pengambilalihan.

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai proporsi saham yang dimiliki oleh suatu lembaga atau institusi pada akhir tahun. Peningkatan kepemilikan institusi akan mengontrol perilaku manajer. Dalam mengidentifikasi pengaruh hubungan interdependensi, analisis penelitian menggunakan persamaan simultan (Bathala, et al.1994).

1.2. Struktur Kepemilikan Perusahaan di Indonesia

Apabila dibandingkan dengan sejumlah pasar modal di negara-negara maju, dimana pada umumnya penelitian empiris mengenai teori keagenan sudah banyak dilakukan, maka struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia sangatlah unik. Di sejumlah pasar modal negara-negara maju, seperti di Amerika dan sejumlah negara Eropa, pemisahan kepemilikan dan pengawasan lajim dilakukan oleh suatu badan yang memiliki independensi kekuasaan yang cukup kuat.

Pada umumnya perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, memiliki kendala atau pengawasan secara individu terutama perusahaan-perusahaan yang dimiliki oleh Warga Negara Indonesia keturunan, hal ini tentunya akan mempengaruhi berbagai keputusan yang diambil oleh manajemen yang tidak lagi mencerminkan secara murni kepentingan pemegang saham yang lainnya, secara teoritik hal ini berarti bahwa kepentingan manajemen dan para pemegang saham secara relatif akan sejalan. Oleh karena itu, tidaklah mengherankan jika banyak anggota keluarga yang memiliki prosentase kepemilikan saham yang cukup besar yang seringkali memiliki posisi kunci dalam perusahaan.

Pengawasan terhadap kepemilikan perusahaan pada kebanyakan perusahaan yang telah diperdagangkan di pasar modal, tidak mengalami banyak perubahan sejak saham tersebut ditawarkan pertama kalinya (*initial public offerings*), umumnya para anggota keluarga memiliki kepemilikan saham yang dominan. Lebih lanjut, ada juga sejumlah saham yang dimiliki oleh institusi sebagai bagian pengawasan terhadap pelaksanaan jalannya perusahaan, umumnya institusi tersebut berafiliasi dengan perusahaan, sehingga dengan demikian hanya tersisa sedikit saja saham-saham yang benar-benar dimiliki oleh masyarakat atau publik. Keunikan dalam pelaksanaan pengawasan dan struktur kepemilikan perusahaan akan memiliki pengaruh terhadap berbagai kebijakan perusahaan. Tingkat kepemilikan *insider* yang cukup tinggi akan memudahkan masalah pengawasan dan juga mensejajarkan antara kepentingan para manajer dan *shareholders* (Jensen and Meckling, 1976), oleh karena itu hal tersebut akan dapat mengurangi konflik keagenan ekuitas, namun pada sisi lain akan memperburuk konflik keagenan hutang. Meskipun demikian tidaklah jelas bagaimana struktur kepemilikan dan manajemen perusahaan berkaitan dengan "*corporate leverage*" dalam suatu perspektif teori keagenan.

Berdasarkan pada sejumlah studi yang telah dilakukan sebelumnya, terutama oleh Bathala, et.al (1994) dan Sihombing (2000), penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan bagaimana pengaruh kepemilikan intitusional terhadap kebijakan hutang dan *insider* dalam suatu perspektif teori keagenan.

1.3. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang, masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- a. Apakah kepemilikan saham institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang ?.
- b. Apakah kepemilikan saham institusional juga berpengaruh terhadap kepemilikan saham perusahaan oleh para *insider* ?.

1.4. Tujuan Penelitian

Tujuan dalam penelitian ini adalah:

- a. Untuk mengetahui Apakah kepemilikan saham institusional mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.
- b. Untuk mengetahui Apakah kepemilikan saham institusional mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *insider*.

1.5. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pengembangan pengetahuan mengenai teori keagenan, terutama berkenaan dengan kebijakan kepemilikan saham oleh intitusi. Hasil penelitian ini juga diharapkan dapat membantu para pembuat kebijakan bisnis, para investor dan calon investor untuk dapat memahami dan sekaligus mampu mengurangi konflik keagenan khususnya perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dengan mempertimbangkan prosentase kepemilikan saham institusional.

BAB 2 LANDASAN TEORI

2.1. Teori Keagenan

Hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih individu atau pemilik membayar individu atau agen untuk bertindak atas namanya, selanjutnya mereka mendelegasikan hak dan wewenangnya untuk membuat keputusan tersebut kepada agen yang telah mereka tunjuk (Brigham, 1996). Sedangkan menurut Harianto dan Sudomo (1998) yang dikutip oleh Sihombing (2000), teori keagenan menjelaskan hubungan antara pemberi kerja dan penerima amanah untuk melaksanakan pekerjaan. Pemberi kerja yang disebut prinsipal akan memberikan hak dan wewenang pada orang lain yang disebut agen untuk menjalankan haknya. Kedua belah pihak diikat oleh suatu kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing. Sementara itu, Fama (1980) dalam teori klasiknya mengatakan bahwa adanya pemisahan kepemilikan dan pengawasan atas suatu sekuritas kedalam suatu set perspektif perjanjian diantara agen dan prinsipal merupakan suatu bentuk organisasi yang efisien. Pernyataan tersebut lebih menekankan bagaimana pentingnya hubungan keagenan ini.

Masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer atau antara *controlling party* dan *minority stockholder*, berpotensi muncul jika manajer menguasai saham perusahaan kurang dari 100%. Hal ini terjadi karena tidak semua keuntungan akan dinikmati oleh manajer, sehingga mereka tidak berkonsentrasi pada maksimisasi kepentingan pemilik perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa kondisi tersebut sebagai konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dan kepemilikan (*the separation of the decision making and risk bearing functions of the firm*). Para pengambil keputusan relatif tidak menanggung resiko atas kesalahan pengambilan keputusan, sehingga resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh *stockholders*. Akibatnya manajemen cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan kontra produktif untuk kepentingannya sendiri, seperti peningkatan gaji dan status.

Suatu mekanisme pengawasan sangat diperlukan dalam membatasi perilaku manajer yang tidak sesuai dengan keinginan *stockholders*. Salah satu mekanisme pengawasan yang dapat dilakukan adalah dengan mengaktifkan *monitoring* melalui

kepemilikan saham oleh institusi (*institutional ownership*), sehingga konflik keagenan yang terjadi dapat dikurangi.

2.2. Mekanisme Pengawasan Dalam Mengurangi Konflik

Permasalahan keagenan mempunyai potensi untuk muncul seiring dengan berkembangnya perusahaan, permasalahan tersebut juga sebagai konsekuensi dari terjadinya pemisahan fungsi pengambilan keputusan dan penanggung jawab resiko. Dalam kondisi ini, manajer memiliki kecenderungan untuk melakukan berbagai pengeluaran untuk investasi yang tidak produktif secara berlebihan. Hal ini terjadi karena resiko yang ditanggungnya relatif sama, konflik yang muncul akibat adanya disparitas kepentingan tersebut dikenal sebagai *equity agency conflict*. Untuk meminimumkan konflik kepentingan tersebut, maka diperlukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan diantara kedua kepentingan tersebut.

Bathala, et al. (1994) dalam suatu studi empiriknya mengatakan bahwa distribusi klaim finansial dan kepemilikan institusional merupakan suatu agen pengawasan yang penting serta mampu melakukan suatu peran aktif yang konsisten dalam melindungi kepentingan investasinya dalam perusahaan. Mereka mengatakan bahwa terdapat hubungan yang bersifat substitutabilitas antara kebijakan hutang dan kepemilikan institusional, mereka berargumentasi bahwa peningkatan proporsi kepemilikan institusional dapat menggantikan kebutuhan hutang sehingga mampu mengurangi konflik keagenan hutang. Oleh karena itu mereka menyebutkan bahwa terdapat hubungan kausal negatif yang diharapkan antara kebijakan hutang dan proporsi kepemilikan institusional. Temuan tersebut sejalan dengan hasil penelitian empiris McConnell dan Servaes (1990) seperti yang dikutip oleh Welberforce (2000) yang menyebutkan bahwa terdapat suatu fakta adanya suatu peran pengawasan yang positif yang dilakukan oleh investor institusional. Hasil temuan tersebut diperkuat oleh studi Chen dan Steiner (1999) yang mengatakan bahwa kehadiran investor institusional diharapkan akan mampu mengurangi konsentrasi kepemilikan saham oleh *insider*.

Welberforce (2000) melakukan penelitian yang menguji apakah kebijakan finansial dapat disubstitusikan dengan kebijakan non-finansial (kepemilikan *insider*) dalam mengatasi keagenan. Dengan menggunakan analisis persamaan simultan terhadap data *cross-sectional*, hasil penelitiannya menunjukkan bahwa

dalam mengatasi konflik keagenan, penggunaan hutang akan memicu konflik keagenan baru antara *creditor* dan *stockholders*.

2.3 Kepemilikan Institusional Sebagai Agen Pengawas (*monitoring agents*)

Menurut pendapat Coffee (1991) untuk meningkatkan akuntabilitas manajerial, *mekanisme pengawasan oleh investor institusional merupakan salah satu pilihan* kebijakan yang sangat penting. Kecenderungan mengenai peningkatan aktivitas pengawasan institusional terus meningkat, hal tersebut memaksa para *insiders* untuk bertindak lebih hati-hati. Peningkatan aktifitas investor institusional dalam melakukan pengawasan terjadi karena adanya suatu kenyataan bahwa kepemilikan saham oleh institusional yang signifikan telah meningkatkan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Bathala et al. (1994) menjelaskan bahwa kehadiran kepemilikan institusional dapat berperan sebagai agen pengawas yang efektif untuk mengurangi konflik keagenan, karena mereka dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan sekaligus memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang secara optimal.

2.4. Telaah Studi Empiris Sebelumnya

Jensen dan Meckling (1976), Fama dan Jensen (1983), Shleifer dan Vishney (1986) dan beberapa peneliti lainnya mengemukakan bahwa struktur kepemilikan ekuitas memiliki pengaruh yang penting terhadap nilai perusahaan dan insentif manajerial. Pada awalnya, literatur tersebut berasumsi bahwa secara umum para investor akan lebih menyukai untuk berinvestasi dalam suatu portofolio yang telah terdiversifikasi dengan baik dengan tujuan untuk meminimumkan resiko.

Dalam penelitian ini rasio hutang dan *insiders* berfungsi sebagai *jointly determined endogenous variables*, sementara kepemilikan institusional berfungsi sebagai variabel utama (*primary of interest variable*). Sedangkan variabel kontrol untuk persamaan regresi rasio hutang digunakan variabel volatilitas *earning*, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan (*growth*) dan *profit*. Sedangkan untuk persamaan regresi *insiders* digunakan variabel kontrol: *growth*, volatilitas saham dan ukuran perusahaan.

2.5. Pengembangan Hipotesis

2.5.1. Kepemilikan Institusional

Hubungan antara kebijakan hutang dan kepemilikan institusional dapat dilukiskan sebagai suatu hubungan yang bersifat *monitoring-substitution effect*. Kenyataan tersebut didukung oleh hasil studi empiris Bathala, et al. (1994), yang berargumentasi bahwa kehadiran kepemilikan institusional dapat menggantikan hutang untuk mengurangi konflik keagenan. Selanjutnya mereka mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan kebijakan hutang. Pendapat senada dikemukakan oleh Moh'd, et al. (1998) yang juga menemukan hubungan negatif yang signifikan antara kepemilikan institusional dengan rasio hutang. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, maka hipotesis pertama dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₁ : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap rasio hutang.

McConnel & Servaes (1990) seperti yang dikutip oleh Wilberforce (2000), berargumentasi bahwa terdapat sejumlah kenyataan yang mendukung adanya peran pengawasan yang bersifat positif yang dilakukan oleh para investor institusional. Kondisi ini diharapkan akan mampu mengurangi konsentrasi kepemilikan perusahaan oleh *insider*. Dengan demikian, apabila diasumsikan hal-hal lain dianggap konstan, maka kepemilikan institusional seharusnya berhubungan negatif terhadap proporsi kepemilikan manajerial (Chen dan Steiner, 1990). Sementara itu, Shleifer & Vishney (1986) mengemukakan bahwa *larger shareholders* mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku *insiders*. (Bathala, et al. (1994) mengatakan bahwa kepemilikan institusional dapat menciptakan pengawasan yang lebih efektif dalam mengendalikan perilaku oportunistik *insiders*. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, maka hipotesis kedua dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₂ : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan *insider*.

2.5.2. Beberapa Variabel kontrol

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada beberapa penelitian sebelumnya (Bathal, et. al. 1994; Sihombing 2000). Variabel tersebut berfungsi untuk melihat apakah dengan dimasukan sejumlah variabel kontrol kedalam model, variabel independensi utama, yaitu kepemilikan

institusional secara signifikan menjadi lebih kuat, sehingga mampu mengurangi *error term*. Dalam penelitian ini, yang digunakan sebagai variabel kontrol sebagai berikut: untuk persamaan pertama (*dr – equation*) yaitu; kepemilikan *insider*, *growth*, volatilitas *earning*, *size* dan *profit*. Sedangkan untuk persamaan kedua (*insider – equation*) yaitu; *growth*, volatilitas saham, *size* dan rasio hutang.

2.5.2.1. Kepemilikan *Insiders* atau *Insider ownership*

Bathala, et al. (1994) mengatakan bahwa konflik keagenan dapat dikurangi dengan menggunakan mekanisme *insiders*. Semakin tinggi proporsi *insiders*, semakin besar pula keinginan untuk meminimalkan resiko struktur modal, oleh karena itu dapat diharapkan bahwa ada hubungan negatif antara *insiders* dengan rasio hutang. Dengan perkataan lain, meningkatnya *insiders* akan dapat menggantikan peranan hutang dalam meminimalkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang.

Pendapat yang berbeda dikemukakan oleh Brailsford (2000), Kim dan Sorensen (1985) dalam Mehran (1999) yang mengatakan bahwa adanya perbedaan hubungan antara rasio hutang dengan tingkat *managerial ownership* (*high and low level managerial share ownership*), hal ini terkait dengan masalah *voting power* dan *entrenchment effect of corporate manager*. Secara khusus dikatakan bahwa ketika tingkat *managerial ownership* rendah, maka peningkatan proporsi kepemilikan akan memiliki pengaruh kesejajaran antara manajemen dengan *shareholders* lainnya. Konsekuensinya, ketika proporsi kepemilikan managerial ini meningkat dari sebelumnya, para manajer memiliki sedikit insentif untuk mampu mengurangi hutang, hal ini akan mengakibatkan tingkat hutang yang lebih tinggi (*but at decreasing rate*), sehingga akan menghasilkan hubungan yang positif antara *debt financing* pada tingkat *insider* yang tinggi.

Alasan senada dengan argumentasi yang dikemukakan oleh Kim dan Sorensen (1985) dalam Mehran (1999) yang mengatakan bahwa untuk dapat tetap mengontrol perusahaan, maka perusahaan dengan tingkat *managerial ownership* yang tinggi akan cenderung menggunakan kebijakan hutang dalam memenuhi kebutuhan dananya.

Mehran, et al (1999) secara terpisah mengatakan bahwa variabel *CEO ownership* memiliki koefisien estimasi positif dan signifikan terhadap *debt financing*, hasil studi tersebut konsisten dengan *financial contracting theory* yang mengatakan bahwa makin tinggi proporsi kepemilikan managerial akan mengakibatkan makin tingginya penggunaan hutang. Namun demikian, dalam penelitian ini peneliti memprediksikan adanya hubungan negatif antara *insider* dengan rasio hutang.

2.5.2.2. Tingkat pertumbuhan (*Growth rate*)

Tingkat pertumbuhan yang tinggi dapat dilihat sebagai sinyal keberhasilan untuk memperoleh tingkat profitabilitas yang tinggi di masa yang akan datang. Sehingga untuk memenuhi kebutuhan modal, lebih disukai penambahan ekuitas dari pada dengan hutang, argumen ini mengisyaratkan bahwa variabel *growth* berbanding terbalik dengan rasio hutang. Titman & Wessels (1988) mengisyaratkan koefisien negatif untuk variabel *growth* terhadap rasio hutang. Pertumbuhan *total asset* menghasilkan pengaruh positif terhadap *insiders*, hal ini berarti bahwa *insiders* akan tertarik untuk menginvestasikan kekayaannya dalam perusahaan, hal ini dimungkinkan karena adanya keuntungan informasional yang dimiliki oleh manajer mengenai prospek pertumbuhan di masa yang akan datang

Brigham dan Gapenski (1996), mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal. Untuk memenuhi kebutuhan dana dari luar, perusahaan dihadapkan pada pertimbangan sumber dana yang lebih murah. Dalam hal ini penerbitan surat hutang lebih disukai dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru, karena biaya emisi saham baru lebih besar dari biaya hutang. Dengan demikian, pendapat ini menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang sehingga memiliki hubungan yang positif dengan rasio hutang. Pendapat Gapenski ini didukung oleh hasil penelitian empiris Chang dan Rhee (1990) yang menemukan adanya hubungan positif dan signifikan antara *growth* dan rasio hutang perusahaan, alasannya adalah bahwa makin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, makin besar tingkat kebutuhan dana pada masa yang akan datang, oleh karenanya perusahaan akan mempertahankan *earnings*-nya untuk diinvestasikan kembali pada perusahaan dan pada waktu

bersamaan perusahaan diharapkan akan tetap mengandalkan pendanaan melalui hutang (*debt financing*) yang lebih besar.

Pendapat yang berbeda dengan Gapensi dan Brigham dikemukakan oleh Myers (1977), yang mengatakan bahwa perusahaan dengan *intangable asset* yang lebih besar cenderung menggunakan hutang yang lebih kecil untuk mengurangi biaya keagenan. Pendapat senada juga dikemukakan oleh Moh'd, et al.(1998) dan Mehran (1992) juga menemukan bahwa variabel *growth* memiliki pengaruh signifikan dan berhubungan negatif terhadap rasio hutang. Munculnya perbedaan tersebut dikarenakan adanya perbedaan sudut pandang yang berlainan. Pada satu sisi, Brigham dan Gapenski (1996) lebih menekankan pada sudut sumber pendanaan yang lebih murah, sedangkan pendapat yang lainnya (Moh'd, et al.1998; Mehran 1992; dan Bathala, et al. 1994) lebih menekankan pada biaya keagenan.

Pertumbuhan *total asset* menghasilkan pengaruh yang positif terhadap *insider ownership*. Terdapatnya tingkat pertumbuhan *total asset* dapat mengindikasikan bahwa pihak *insider* akan tertarik untuk menginvestasikan kekayaannya dalam perusahaan, hal ini disebabkan karena pihak *insider* sangat diuntungkan dengan informasi yang mereka miliki mengenai prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Dalam penelitian ini, peneliti tidak memprediksikan secara lebih spesifik hubungan diantara *growth* dengan rasio hutang.

2.5.2.3. Volatilitas Saham (*Stock Volatility*)

Resiko bisnis perusahaan merupakan suatu indikator ketidakstabilan *return* dan harga pasar saham bagi *shareholders*. Dalam hal ini *Insider* diasumsikan memiliki informasi yang lebih baik mengenai kinerja perusahaan, mereka akan cenderung mempertahankan proporsi kepemilikan perusahaan yang rendah seiring dengan kenaikan resiko perusahaan (Jensen, Solberg, Zorn, 1992). Mereka memprediksikan adanya hubungan kausal yang negatif antara resiko bisnis dengan *insider ownership*.

Beberapa penelitian menunjukkan hal yang senada, hasil penelitian Bathala, et al. (1994) yang mengatakan bahwa manajer akan enggan untuk melibatkan kekayaannya pada perusahaan karena akan mengurangi kesempatan diversifikasi kekayaannya secara optimal. Masalah diversifikasi ini akan semakin

besar bila volatilitas saham semakin tinggi, dapat dikatakan bahwa volatilitas saham memiliki koefisien negatif terhadap *insiders*.

Pada sisi lain, ketika resiko perusahaan yang dicirikan oleh berbagai perubahan pada atribut harga saham, teknologi, peningkatan pangsa pasar perusahaan (*market share increases*), kinerja perusahaan menjadi sulit untuk dimonitor dari luar. Hal ini berakibat meningkatnya konflik keagenan ekuitas. Sebagai konsekuensinya, para pemilik lebih menyukai untuk mengawasi kinerja perusahaan dari dalam perusahaan, sehingga tingkat kepemilikan *insider* juga cenderung meningkat (Crutchley dan Hansen, 1989; Demsetz dan Lehn, 1985; Chen dan Steiner, 1999). Dengan demikian, resiko bisnis perusahaan akan memiliki hubungan positif dengan tingkat kepemilikan *insider*. Dalam penelitian ini, peneliti tidak memprediksikan secara lebih spesifik hubungan diantara *stockvolt* dengan rasio hutang.

2.5.2.4. Volatilitas *Earning* (*Earnings volatility*)

Batahala, et al. (1994) berargumentasi bahwa terdapat hubungan negatif antara volatilitas *earning* dengan rasio hutang, hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi volatilitas *earning* akan menaikkan biaya kebangkrutan tidak lain adalah biaya keagenan hutang, sehingga cenderung memiliki rasio hutang yang rendah. Hasil penelitian ini ternyata konsisten dengan studi empiris yang dilakukan oleh Bradley, et al. (1984). Mereka berpendapat bahwa meningkatnya volatilitas *earning* akan berdampak pada meningkatnya biaya kebangkrutan perusahaan, oleh karena itu konsekuensinya manajemen akan mengurangi penggunaan hutang dalam rangka mengawasi konflik keagenan. Seandainya perusahaan telah memilih suatu kebijakan terbaik dan telah memasukan *tradeoff* antara *benefits* dan *costs*-nya, maka dengan meningkatnya volatilitas *earning* perusahaan seharusnya mengurangi penggunaan hutang (*debt financing*) dalam struktur modalnya (Crutchley dan Hansen, 1989).

2.5.2.5. Ukuran Perusahaan (*Firm size*)

Variabel *size* memiliki hubungan negatif terhadap *insiders* (Bathala, et al. 1994). Selanjutnya mereka mengatakan bahwa apabila perusahaan semakin besar, proporsi kepemilikan saham oleh *insiders* akan semakin menurun. Pada sisi lain,

ukuran perusahaan merupakan salah satu instrumen yang digunakan dalam pemberian hutang oleh kreditor kepada perusahaan. Semakin besar *size* maka penggunaan hutang cenderung semakin meningkat sehingga dapat dikatakan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan rasio hutang. Moh'd, et al. (1998) menemukan hal yang sama yaitu ukuran perusahaan memiliki hubungan yang positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap rasio hutang perusahaan.

Crutchley dan Hansen (1989), mengatakan bahwa untuk mengontrol biaya keagenan ekuitas, para manajer perusahaan besar cenderung mempertahankan proporsi *insider* yang lebih kecil, dimana perusahaan besar sering dicirikan oleh tingkat kepemilikan *insider* yang kecil, namun terdapat peningkatan dalam rasio hutang perusahaan. Hal ini konsisten terhadap pengaruh biaya diversifikasi.

Dalam sebuah perusahaan besar, biaya likuiditas akan mengurangi efektifitas kepemilikan manajerial dalam mengawasi biaya keagenan, jadi manajer perusahaan tersebut seharusnya tetap mengandalkan penggunaan hutang yang lebih besar. Oleh karena itu terdapat hubungan yang bersifat negatif antara ukuran perusahaan (*firm size*) dengan *insider* namun sebaliknya terdapat hubungan positif antara *firm size* dengan tingkat hutang.. Pendapat senada dikemukakan oleh Ang Chu dan McConnel (1982) seperti yang dikutip oleh Crutchley dan Hansen (1989).

2.5.2.6. Rasio Hutang (*debt ratio*)

Salah satu determinan penting yang mempengaruhi kebijakan hutang termasuk didalamnya kepemilikan *insider*, disamping faktor-faktor lainnya. Friend dan Lang (1988) telah menyelidiki bagaimana pengaruh kepentingan manajerial terhadap kebijakan hutang. Mereka sampai pada kesimpulan bahwa kepemilikan *insider* memiliki hubungan kausal negatif dengan hutang. Hasil temuan tersebut didukung oleh Bathala, et al. (1994) yang mengatakan bahwa konflik keagenan dapat dikurangi dengan menggunakan mekanisme kebijakan hutang. Mereka berpendapat bahwa terdapat hubungan negatif antara rasio hutang dengan kepemilikan *insiders*.

2.5.2.7. Profitabilitas (*Profitability*)

Menurut pendapat Chen & Steiner (1999) mengatakan bahwa. tingkat profitabilitas perusahaan merupakan suatu indikator kesehatan suatu perusahaan.

Myers dan Majluf (1984) berargumentasi bahwa terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dengan rasio hutang, ini berarti makin *profitable* suatu perusahaan maka akan semakin sedikit menggunakan hutang, alasannya karena terdapat lebih banyak *internal funds* yang tersedia untuk pendanaan investasinya. Menurut Chang dan Rhee (1990) atribut profitabilitas memiliki hubungan negatif dengan hutang, hal ini menunjukkan bahwa makin tinggi profitabilitas perusahaan maka makin kecil pendanaan perusahaan melalui hutang (*debt financing*).

Untuk mempermudah pemahaman mengenai hubungan diantara variabel-variabel seperti yang disebutkan diatas, tabel 2.1. akan menyajikan ringkasan hubungan yang diprediksikan peneliti:

Tabel 2.1. Ringkasan hubungan yang diharapkan

Variabel Endogen : Rasio hutang (<i>debt ratio</i>)	
Variabel Eksogen	Pengaruh variabel yang diharapkan
Kepemilikan <i>insider</i> (<i>insider ownership</i>)	: Negatif
Kepemilikan institusional (<i>institutional ownershi</i>)	: Negatif
Volatilitas <i>earning</i> (<i>earning volatility</i>)	: Negatif
Ukuran perusahaan (<i>firm size</i>)	: Positif
Tingkat pertumbuhan (<i>growth rate</i>)	: Negatif / Positif
Profitabilitas (<i>profitability</i>)	: Negatif

Variabel Endogen : Kepemilikan <i>Insider</i> (<i>Insider ownership</i>)	
Variabel Eksogen	Pengaruh variabel yang diharapkan
Rasio hutang (<i>debt ratio</i>)	: Negatif
Kepemilikan institusional (<i>institutional ownershi</i>)	: Negatif
Volatilitas saham (<i>stock volatility</i>)	: Negatif; positif
Ukuran perusahaan (<i>firm size</i>)	: Negatif
Tingkat pertumbuhan (<i>growth rate</i>)	: positif

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Tipe dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder, dimana populasi penelitian terdiri dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2010 sampai dengan 2014. Menurut pendapat Cooper dan Emory (1995) yang mengatakan bahwa populasi merupakan jumlah unsur-unsur dimana suatu kesimpulan akan dibuat. Dalam penelitian ini, data dikumpulkan dengan menggunakan metoda *purposive sampling*, yaitu suatu metoda pengumpulan anggota sampel berdasarkan suatu kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995). Dalam penelitian ini, yang menjadi kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

- (1). Perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar dan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2010 sampai dengan 2014.
- (2). Perusahaan harus memiliki data mengenai kepemilikan *insider* dan institusional (*institutional ownership*)
- (3). Perusahaan harus memiliki data laporan keuangan selama periode pengamatan serta memiliki hutang jangka panjang (*long term debt*) dan *stock return*.

Pengumpulan data dilakukan secara *pooling data*, metoda ini digunakan karena tidak memadainya jumlah sampel yang tersedia, seperti yang telah dilakukan dalam penelitian Bathala, et al. (1994). *Pooling data* dilakukan dengan cara menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang mampu memenuhi kriteria selama periode pengamatan. Dalam penelitian ini diperoleh 104 perusahaan yang dapat memenuhi kriteria sebagai sampel.

3.2. Definisi Operasional dan Pengukuran variabel

Dalam penelitian ini, beberapa variabel digunakan dalam rangka mengkonfirmasi dua bentuk persamaan simultan (*simultaneous – equation*) yang selanjutnya akan digunakan untuk menguji hipotesis yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya. Definisi operasional untuk masing-masing variabel sebagai berikut:

3.2.1. Kepemilikan *Insider*

Variabel ini diberi simbol *insider*, diukur oleh proporsi saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur perusahaan pada akhir tahun terhadap total saham yang beredar. Variabel ini digunakan untuk mengetahui manfaat kepemilikan *insider* dalam mekanisme pengukuran konflik keagenan. Diharapkan dengan peningkatan kepemilikan *insider*, biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang akan semakin menurun, sehingga koefisien *insider ownership* memiliki koefisien negatif terhadap rasio hutang. Secara matematis diformulasikan sebagai berikut: (Chen & Steiner, 1999; Crutchley & Hansen, 1984):

$$\text{INSIDERS} = \frac{\text{D \& C Shrs}_{it}}{\text{Tot Shrt}_{it}}$$

Dimana : $D \& C Shrt_{it}$ = Saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur perusahaan untuk perusahaan *i* pada periode *t*

$Tot Shrt_{it}$ = Jumlah total saham yang beredar perusahaan *i* pada periode ke-*t*

3.2.2. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Menurut pendapat Chen dan Steiner, (1990) mengatakan bahwa kepemilikan institusional (variabel utama) memiliki hubungan negatif terhadap proporsi kepemilikan *insider*, penelitian ini senada dengan temuan Shleifer & Vishney (1986), dan Bathala, et al. (1994). Kebijakan hutang dan kepemilikan institusional dapat dilukiskan sebagai suatu hubungan yang bersifat substitusi, kenyataan tersebut didukung oleh hasil studi empiris Bathala, et al. (1994) dan Moh'd, et al. (1998). Dalam penelitian ini, variabel institusional diberi simbol *Instl.* Merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh institusi (yayasan, lembaga keuangan Bank dan non Bank dalam dan luar negeri dan koperasi) atau *blockholders* pada akhir tahun. Variabel ini akan menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam perusahaan. Diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Instl \& Blockholders}_{it} = \frac{\text{Instl \& Blockholders}_{it}}{\text{Total Shrs}_{it}}$$

Dimana:

Instl & Blockholders_{it} = Saham yang dimiliki oleh institusi atau *blockholders* untuk perusahaan i pada periode t

Tot Shrt it = Jumlah total saham yang beredar perusahaan i pada periode ke-t

3.2.3. Tingkat pertumbuhan (*Growth rate*)

Variabel *Growth* dimaksudkan untuk mengukur rata-rata tingkat pertumbuhan *total asset* selama tiga tahun. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi dapat diindikasikan sebagai suatu sinyal keberhasilan perusahaan untuk meraih tingkat kemampuan perusahaan dimasa yang akan datang. Penggunaan nilai rata-rata dimaksudkan untuk memperoleh nilai yang benar-benar mencerminkan tingkat pertumbuhan usaha perusahaan.

Variabel ini diberi simbol *Growth*, diukur dari rata-rata tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan selama 3 tahun (Jensen, Solberg and Zorn; 1992), sehingga secara matematis variabel *growth* diformulasikan sebagai berikut:

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

S_t = penjualan pada periode t

S_{t-1} = penjualan pada periode t-1

G_t = tingkat pertumbuhan pada periode t

3.2.4. Volatilitas saham (*Stock volatility*)

Variabel ini diberi simbol *Stockvolt*, dihitung dengan menggunakan standar deviasi *return* bulanan selama satu tahun. Bathala, et al. (1994) mengatakan bahwa semakin tinggi tingkat volatilitas *return* saham, maka manajer akan enggan

melibatkan kekayaan pribadinya pada perusahaan karena akan mengurangi kesempatan diversifikasi kekayaannya secara optimal, sehingga memiliki hubungan negatif antara volatilitas saham dengan *insider ownership*. Namun demikian, pendapat yang berbeda dikemukakan oleh Crutchley dan Hansen (1989), Demsetz dan Lehn (1985), Chen dan Steiner (1999) mereka mengatakan adanya hubungan positif antara *insider* dengan volatilitas saham. Secara matematis volatilitas saham, diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{STOCK VOLT}_{it} = \text{Std RET}_{it}$$

$$\text{RET}_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Std = Standar deviasi

Ret = *return* bulanan perusahaan i pada periode t

P_{t-1} = harga pada periode $t-1$

P_t = harga pada periode t

3.2.5. Volatilitas *Earning* (*Earning Volatility*)

Seandainya perusahaan telah memilih suatu kebijakan terbaik dan telah memperhitungkan *tradeoff* antara *benefits* dan *costs*-nya, maka dengan meningkatnya volatilitas *earning* perusahaan seharusnya mengurangi penggunaan hutang (*debt financing*) dalam struktur modalnya (Crutchley dan Hansen, 1989). Batahala, et al. (1994) mengatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara volatilitas *earning* dengan rasio hutang. Hasil penelitian ini ternyata konsisten dengan studi empiris yang dilakukan oleh Bradley, et al. (1984). Volatilitas *Earning* diberi simbol *Earnvolt* dihitung dari standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak (*earning before interest and tax-EBIT*) dengan skala *total asset* selama 5 tahun seperti yang dilakukan oleh Bathala, et al. (1994). Secara matematis, dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Earnvolt} = \text{Std} \frac{\text{EBIT}_{it}}{\text{TA}_{it}}$$

dimana :

$EBIT_{it}$ = laba sebelum bunga dan pajak untuk perusahaan i pada periode ke-t

TA_{it} = *Total asset* perusaah i pada peride t

Std = Standar deviasi

3.2.6. Rasio hutang (*Debt Ratio*)

Friend dan Lang (1988) melakukan penelitian mengenai bagaimana pengaruh kepentingan manajerial terhadap kebijakan hutang. Mereka sampai pada suatu kesimpulan bahwa kepemilikan *insider* memiliki hubungan kausal negatif dengan hutang. Hasil temuan tersebut didukung oleh Bathala, et al. (1994), dalam penelitian ini variabel rasio hutang diberi simbol **dr**, merupakan perbandingan antara hutang dengan *total asset*. Ukuran rasio hutang digunakan dengan membandingkan rata-rata nilai buku hutang jangka panjang selama tiga tahun dengan rata-rata nilai *total asset* perusahaan selama tiga tahun (Jensen, Solberg and Zorn, 1992). Secara matematis diformulasikan sebagai berikut:

$$dr = \frac{LTD_{it}}{Total Asset_{it}}$$

Dimana :

LTD_{it} = jumlah hutang jangka panjang perusahaan i pada periode t

$Total Asset_{it}$ = *Total Asset* yang dimiliki perusahaan i pada periode t

3.2.7. Profitabilitas (*Profitability*)

Myers dan Majluf (1984) berargumentasi bahwa terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dengan rasio hutang. Temuan tersebut didukung oleh Chang dan Rhee (1990) dan Moh'd, et al.(1998). Dalam penelitian ini variabel profitabilitas diberi simbol *Profit* diproksi dengan menggunakan ROA, menurut Chen & Steiner (1999) dan Titman & Wessels (1988), profitabilitas didefinisikan sebagai *net income* dalam prosentase nilai buku *total asset*. Secara matematis variabel profitabilitas ini diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{PROFIT}_{it} = \frac{\text{Net Income}_{it}}{\text{Tot Ass}_{it}}$$

Dimana:

$$\begin{aligned} \text{Net Income}_{it} &= \text{Keuntungan bersih perusahaan } i \text{ selama periode } t \\ \text{Tot Ass}_{it} &= \text{Total asset perusahaan } i \text{ pada periode } t. \end{aligned}$$

3.2.8 Ukuran Perusahaan (*Firm size*)

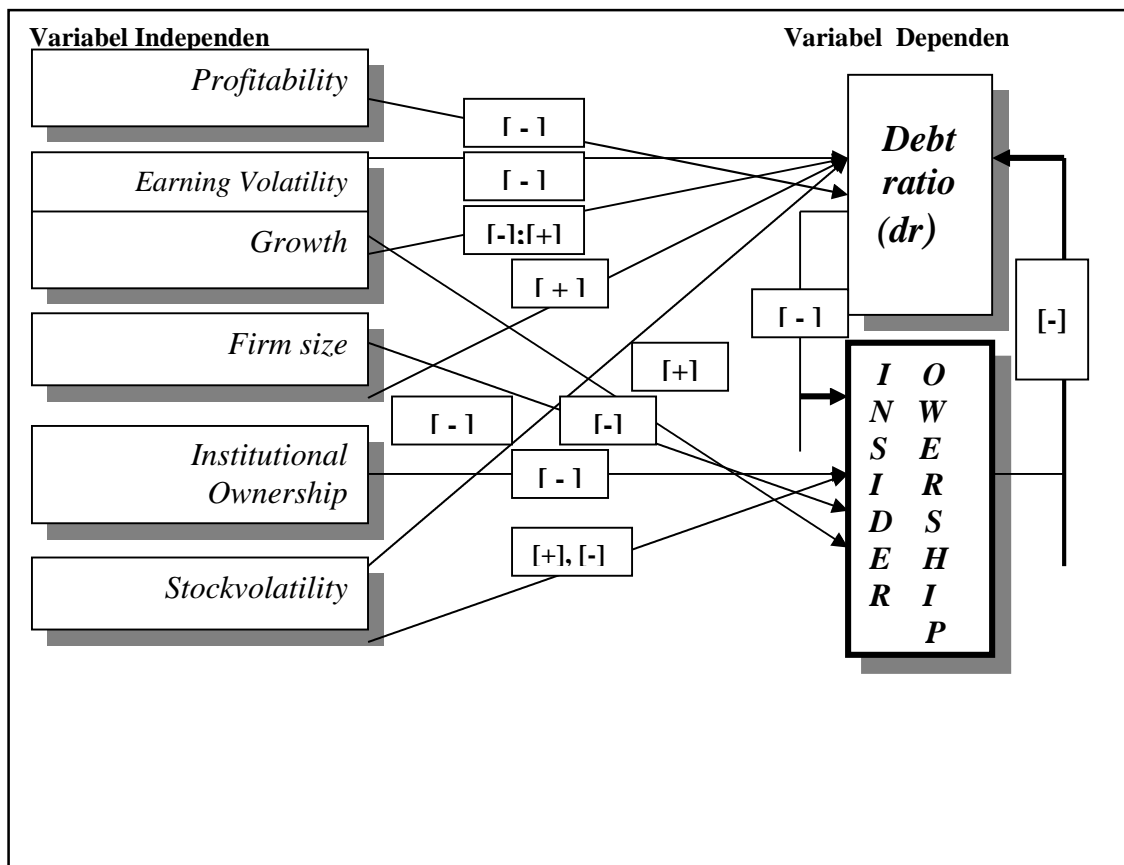
Menurut Bathala, et al. (1994) variabel *size* memiliki hubungan negatif terhadap *insiders*. Mereka mengatakan bahwa apabila perusahaan semakin besar, proporsi kepemilikan saham oleh *insiders* akan semakin menurun. Pada sisi lain, ukuran perusahaan merupakan salah satu instrumen yang digunakan dalam pemberian hutang oleh kreditor kepada perusahaan. Semakin besar *size* maka penggunaan hutang cenderung semakin meningkat sehingga dapat dikatakan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan rasio hutang. Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan di proksi dengan menggunakan nilai logaritma rata-rata *total asset* selama tiga tahun. Secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{SIZE}_{it} = \text{Log Tot asset}_{it}$$

$$\begin{aligned} \text{Log} &= \text{Logaritma} \\ \text{SIZE}_{it} &= \text{Ukuran perusahaan } i \text{ pada periode } t \\ \text{Tot asset}_{it} &= \text{jumlah } \textit{asset} \text{ yang dimiliki perusahaan } i \text{ pada} \\ &\quad \text{periode } t \end{aligned}$$

3.3. Kerangka Skematis Model Penelitian

Gambar 3.1. Kerangka skematis model penelitian untuk model persamaan simultan *debt ratio* dan *insider ownership*:



3.4. Perumusan Model

Dari pengembangan hipotesis dan kerangka skematis model penelitian, dapat diformulasikan dua persamaan simultan, yaitu rasio hutang (*debt ratio equation*) dan *insiders* (*insider equation*) sebagai variabel dependen. Dalam penelitian ini, rasio hutang akan berfungsi sebagai *regressor* dalam persamaan *insiders*, tapi pada sisi lain variabel *insiders* justru akan berfungsi sebagai *regressor* dalam persamaan rasio hutang. Sehingga dengan perkataan lain, kedua variabel tersebut (*dr* dan *insider*) memiliki sifat *jointly determined endogenous variables*, sementara variabel independen utamanya (*primary interest variable*) adalah *institutional ownership*. Pada kedua persamaan tersebut juga dimasukkan variabel kontrol. Untuk persamaan pertama (*debt ratio - simultaneous equation*), variabel *growth*, *size*, *earnvolt*, dan *profit* yang berfungsi sebagai kontrol variabel, sementara untuk persamaan kedua (*insider - simultaneous equation*), variabel *growth*, *size*

stockvolt, yang berfungsi sebagai kontrol variabel. Sehingga dapat dikatakan bahwa model dapat memberikan gambaran tentang bagaimana *insiders* berpengaruh terhadap *debt ratio* sebaliknya bagaimana *debt ratio* juga berpengaruh terhadap *insiders*. Secara matematis, kedua persamaan yang mampu mengakomodasi dan menjawab pertanyaan diatas, dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$dr = a_{01} + a_{11}Insider + a_{12}Instl + a_{13}Growth + a_{14}Earnvolt + a_{15}Size + a_{16}Profit + \varepsilon_1$$

$$Insider = a_{02} + a_{21}dr + a_{22}Instl + a_{23}Growth + a_{24}Stockvolt + a_{25}Size + \varepsilon_2$$

Keterangan:

dr	=	<i>Debt Ratio</i>
Insider	=	<i>Insiders Ownership</i>
Instl	=	<i>Institutional Ownership</i>
Earnvolt	=	<i>Earning Volatility</i>
ε_1 dan ε_2	=	<i>error term 1 dan 2</i>
a_{01} dan a_{02}	=	konstanta
Growth	=	<i>Growth</i>
Size	=	<i>Size</i>
Stockvolt	=	<i>Stock Volatility</i>
Profit	=	<i>Profitability</i>
a_{11} s.d. a_{16}	;	= <i>Regression Coeffecient</i>
a_{021} s.d. a_{25}		

Untuk mengetahui secara lebih tepat hubungan diantara kedua persamaan tersebut diatas, maka penggambaran model penelitian akan mampu menjelaskan simultanitas hubungan diantara kedua persamaan struktural tersebut. Oleh karena itu program *AMOS* akan membantu dalam menggambarkan model penelitian ini. Berbeda dengan analisis regresi, dalam *structural equation modeling (SEM)*, bisa terdapat beberapa variabel dependen dan variabel dependen ini akan menjadi variabel independen yang lainnya.

3.5. Model Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis penelitian seperti yang telah disebutkan sebelumnya, maka metoda yang paling sesuai yang dapat dipergunakan adalah metoda *structural equatuin modeling* atau *latent variabel analysis* atau analisis *LISREL*. Model yang diusulkan dianggap *fitted*, apabila memenuhi beberapa kriteria, yaitu:

- a. Non-signifikan Chi Square (paling tidak $\rho > 0.05$, lebih baik jika >0.100 atau >0.2000).
- b. *Incremental fit* (*Goodness of Fit Index* (GFI), *Adjusted GFI* (AGFI), *Tucker-Lewis Index* (TLI), *Normed Fit Index* (NFI) dan CFI) mengindikasikan memiliki nilai lebih besar dari 0.90.
- c. Nilai RMR (*Root Means Square Residual*) dan RMSEA yang rendah (sering mendekati angka nol).
- d. Memiliki nilai *Degree of Freedom* (DF) yang positif.
- e. Rasio perbandingan antara *chi-square* dan *df* (FMIN/DF) yang kecil atau mendekati angka 1 (satu).
- f. Model memiliki *stability index* yang rendah (< 1), makin kecil berarti makin *fitted* model yang disusun.

Signifikansi pengaruh masing-masing variabel independen dan nilai koefisien estimasinya dapat dilihat pada masing-masing kolom estimasi dan nilai C.R (*Critical Ratio*) yang dapat dilihat dari hasil output AMOS (*Regression Weight*). Dalam penelitian ini, hipotesis pertama dapat diterima apabila koefisien variabel institusional memiliki nilai negatif dan signifikan terhadap variabel rasio hutang, keadaan sebaliknya berarti hipotesis pertama ditolak. Sedangkan hipotesis kedua juga dapat diterima apabila variabel kepemilikan institusional memiliki nilai koefisien negatif dan signifikan terhadap variabel *insider*, keadaan sebaliknya berarti hipotesis ditolak.

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil Penelitian

Bab ini berisi hasil pengolahan data dan pembahasan. Secara lebih rinci bab ini membahas bagaimana variabel kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh terhadap kebijakan hutang (*debt policy*) dan kebijakan non finansial (*insider ownership*) dalam meminimumkan permasalahan konflik keagenan (*debt and equity agency conflict*). Dalam perumusan model penelitian, juga dimasukkan beberapa variabel kontrol baik itu untuk persamaan struktural *debt-ratio* maupun *insider ownership*.

4.1.1. Pengujian dengan Menggunakan Metode *Structural Equation Modeling* (SEM)

Metode *structural equation modeling* tidak memiliki tes statistik tunggal yang menggambarkan kekuatan prediksi model, sehingga dalam mengukur *goodness of fit* harus menggunakan berbagai kombinasi dari tiga perspektif pengujian, yaitu: *absolute fit* [chi-square statistik, GFI, RMSE, RMSEA dan CVI]; *Incremental fit* [AGFI, TLI, CFI dan IFI]; *Parsimonious fit* [PNFI, PGFI dan AIC]. Tabel 4.1. menyajikan hasil pengukuran *goodness of fit* dari model yang diusulkan serta tingkat penerimaan dari masing-masing kombinasi ukuran.

Tabel 4.1
Hasil Pengukuran *Goodness of Fit* dari Model Penelitian

Goodness of Fit	Keterangan [level fit]	Hasil perhitungan	Tingkat Penerimaan
Absolute fit: <ul style="list-style-type: none"> • χ^2 (statistik) 	Non-significant chi-square (paling tidak p > 0.05, lebih baik jika p > 0.20).	2.201 (level significant=0.33)	Model bisa diterima (<i>fitted</i>).
<ul style="list-style-type: none"> • GFI 	Nilai yang lebih tinggi menunjukkan lebih fit [berkisar antara 0 – 1].	GFI = 0.995.	Baik
<ul style="list-style-type: none"> • RMSEA 	Nilai dikatakan fit apabila <= 0.08.	RMSEA = 0.031.	Model fit
<ul style="list-style-type: none"> • RMR 	Makin rendah makin baik	RMR = 0.006	Model fit

Goodness of Fit	Keterangan [level fit]	Hasil perhitungan	Tingkat Penerimaan
Incremental Fit			
• TLI	Model fit, dengan nilai TLI direkomendasikan ≥ 0.9 .	TLI = 0.986.	Model fit
• AGFI	Nilai yang lebih tinggi, berarti model lebih fit.	AGFI = 0.916	Model fit
• RFI	Nilai yang lebih tinggi, berarti model lebih fit	RFI = 0.869	Model fit
Parsimonious			
• PGFI	Merupakan respesifikasi GFI, menggunakannya apabila ada pembanding.	PGFI = 0.055.	
• AIC	Perlu ada pembanding, nilai positif yang lebih rendah lebih baik.	AIC = 70.201	

Dari hasil pengukuran *goodness of fit*, maka dapat dikatakan bahwa model penelitian memiliki nilai *fitting model* yang baik, secara sederhana hasil ini juga dapat dilihat dari nilai pengukuran *probability non significant*-nya (p) sebesar 0.333 (>0.05 , tingkat minimum untuk bisa menggunakan model). Sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian dapat dipergunakan.

Apabila model penelitian dengan menggunakan metoda SEM dinyatakan memiliki nilai *fitting model* yang baik (lihat tabel 4.1.), maka kita dapat melihat hubungan diantara variabel penelitian dengan menggunakan *Maximum Likelihood (ML) estimation method* yang juga dihasilkan oleh program SEM. Variabel–variabel dalam penelitian dinilai secara simultan. Ringkasan hasil koefisien estimasi hubungan diantara variabel dapat dilihat pada tabel 4.2.

Tabel 4.2
Hasil Analisis Persamaan Simultan Debt ratio dan Insider dengan Menggunakan Metode SEM

Variabel Endogen: Debt Ratio (Y_1)			
Var Eksogen	Prediksi	Koefisien	Critical.Ratio
Insider	(-)	0.122000	0.92600
Instl	(-)	- 0.220000**	- 2.15400
Growth	(-),(+)	0.010000	0.97300
Size	(+)	0.086000***	5.85400
Earn	(-)	- 2.126000***	- 7.60500
Profit	(-)	- 0.193000	- 1.22300
$R^2 = 0.475$ $\chi^2 = 2.201$ DF = 2 $\rho = 0.333$			
Variabel Endogen: <i>Insider Ownership</i> (Y_2)			
Var Eksogen	Prediksi	Koefisien	Critical ratio
Dr	(-)	- 0.15300	- 1.10600
Instl	(-)	- 0.45800***	- 7.15600
Growth	(+)	0.03100	1.14600
Size	(-)	- 0.00200	- 0.09400
Stock	(-),(+)	0.07100***	5.27400
Keterangan			
R^2	= 0.538	*	Signifikan pada $\alpha = 0.10$
χ^2	= 2.201	**	Signifikan pada $\alpha = 0.05$
DF	= 2	***	Signifikan pada $\alpha = 0.01$
ρ	= 0.333		

4.1.1.1. Persamaan Rasio Hutang (*Debt Ratio - Structural Equation*)

Variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif secara signifikan terhadap rasio hutang, arah koefisien ini telah sesuai dengan prediksi peneliti. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran variabel ini dapat menggantikan hutang dalam mengurangi masalah keagann. Variabel *insider* memiliki koefisien positif secara tidak signifikan, hasil ini berbeda dengan prediksi penelitian, hal ini menunjukkan adanya pergerakan yang searah antara *insider* dan rasio hutang. Sementara itu, variabel *growth* mempunyai koefisien estimasi positif secara tidak signifikan, hal ini mengindikasikan apabila perusahaan menunjukkan potensi perkembangan yang menggembirakan, maka equity financing merupakan sumber pendanaan terakhir. Variabel *size* memiliki koefisien estimasi positif secara signifikan, hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka kecenderungan penggunaan hutang menjadi semakin tinggi.

Variabel *earning volatility* memiliki nilai koefisien estimasi negatif secara signifikan hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *earning volatility* maka akan meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga cenderung perusahaan memilih rasio hutang yang rendah. Terakhir variabel *profitability* memiliki koefisien estimasi negatif secara

tidak signifikan. Seluruh variabel memiliki arah koefisien sesuai dengan yang diprediksikan, kecuali variabel *insider ownership*.

4.1.1.2. Persamaan Struktural Kepemilikan Insider (*Insider - Structural Equation*)

Variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif secara signifikan terhadap kepemilikan *insider*, arah koefisien ini sesuai dengan prediksi peneliti, sehingga dapat dikatakan bahwa kehadiran kepemilikan institusional ini mampu mengurangi konsentrasi kepemilikan *insider*. Para investor institusional sangat berkepentingan untuk mengamankan investasinya yang signifikan pada perusahaan sehingga peran pengawasan yang mereka lakukan mampu mengurangi perilaku oportunistik manajer dalam menjalankan perusahaannya.

Variabel rasio hutang memiliki koefisien negatif, hal ini berarti penggunaan instrumen kebijakan hutang terkait dengan struktur kepemilikan *insider* yang lebih rendah namun hasil analisis variabel ini menunjukkan tidak signifikan secara statistik, Variabel *growth* mempunyai koefisien estimasi positif, hal ini berarti bahwa para *insider* diuntungkan secara informasional sehingga ketika perusahaan menunjukkan potensi perkembangan yang menggembirakan, maka *insider* akan meningkatkan proporsi kepemilikannya, namun hasil analisis regresi tidak signifikan secara statistik. Variabel *size* memiliki koefisien estimasi negatif secara tidak signifikan, dan terakhir variabel *stock volatility* memiliki nilai koefisien estimasi positif signifikan secara statistik, hal ini menunjukkan bahwa ketika kinerja perusahaan sulit dimonitor dari luar, hal ini berakibat meningkatnya konflik keagenan ekuitas. Sebagai konsekuensinya, para pemilik lebih menyukai untuk mengawasi kinerja perusahaan dari dalam, sehingga prosentase *insider* menjadi meningkat.

4.1.2. Pengujian dengan Menggunakan Metode Ordinary Least Square (OLS)

Tabel 4.3 menunjukkan ringkasan hasil analisis dengan menggunakan metoda regresi biasa (*ordinary least square*). Penggunaan metoda OLS untuk persamaan simultan akan menghasilkan *estimator* yang tidak BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*). Hal ini disebabkan adanya korelasi antara variabel endogen pada persamaan pertama dengan *epsilon* pada persamaan kedua. Disamping itu, penggunaan metoda OLS untuk persamaan simultan akan membuat hasil analisis tidak konsisten.

Tabel 4.3
Hasil Analisis Persamaan Struktural Rasio Hutang dan Insider dengan Menggunakan Metode OLS

Variabel Endogen: <i>Debt ratio</i> (Y_1)			
Eksogen	Prediksi	Koefisien	t ratio
Konstanta		- 0.142000	- 1.12600
Insider	(-)	- 0.120000	- 0.96800
Institusional	(-)	- 0.3420000***	- 4.43300
Growth	(-), (+)	- 0.0069300	- 0.31700
Size	(+)	0.0929800***	4.33900
Earn	(-)	0.0123300	0.03000
Profit	(-)	- 0.1780000	- 0.87300
R ² = 0.280		Multiple R = 0.529	
adjusted R ² = 0.236		n = 104 observasi	
F = 6.291			
Variabel Endogen: <i>Insider Ownership</i> (Y_2)			
Var Eksogen	Prediksi	Koefisien	T ratio
Konstanta		0.460000***	5.22000
Dr	(-)	- 0.089400	- 1.07900
Institusional	(-)	- 0.431000***	- 8.32900
Growth	(+)	0.0051600	0.28700
Size	(-)	- 0.010800	- 0.05740
Stock	(-), (+)	- 0.0823000	- 0.67100
R ² = 0.510		Multiple R = 0.714	
adjusted R ² = 0.485		n = 104 observasi	
F = 20.419			
		* signifikan pada $\alpha = 0.10$	
		** signifikan pada $\alpha = 0.05$	
		*** signifikan pada $\alpha = 0.01$	

4.1.2.1. Persamaan Rasio Hutang (*Debt – Ratio Equation*)

Dari hasil analisis dengan menggunakan OLS, tampak bahwa Variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dan signifikan secara statistik terhadap rasio hutang, dengan arah koefisien sesuai dengan estimasi peneliti. Ini berarti bahwa kehadiran variabel ini mampu menggantikan hutang dalam mengurangi masalah keagenan. Variabel *insider* memiliki koefisien negatif namun tidak signifikan, arah koefisien ini tidak menggambarkan keadaan yang sebenarnya mengenai penggunaan instrumen *insider* terhadap kebijakan *debt financing* dalam struktur kepemilikan perusahaan yang bersifat mengumpul (*closely held*). Variabel *growth* memiliki koefisien estimasi negatif, hal ini menunjukkan perusahaan akan menggunakan *equity financing* dalam pendanaan proyeknya dari pada dengan *debt financing* namun hasil analisis regresi variabel ini tidak signifikan.

Variabel *size* memiliki koefisien estimasi positif secara signifikan, ini berarti bahwa ukuran perusahaan merupakan salah satu indikator yang sangat penting untuk dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan finansial perusahaan, sehingga dapat

dikatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka kecenderungan penggunaan hutang menjadi semakin besar. Variabel *earning volatility* memiliki nilai koefisien estimasi positif secara tidak signifikan. Terakhir variabel *profitability* meskipun memiliki arah estimasi koefisien sesuai dengan prediksi peneliti, namun hasilnya menunjukkan tidak signifikan.

4.1.2.2. Persamaan Struktural Kepemilikan Insider (*Insider - Ownership Equation*)

Dari hasil analisis dengan menggunakan metoda regresi biasa tampak bahwa hanya ada satu variabel eksogen yang signifikan secara statistik. Dalam persamaan ini, variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif secara signifikan terhadap kepemilikan *insider*, sehingga dapat dikatakan bahwa kehadiran kepemilikan institusional ini mampu mengurangi konsentrasi kepemilikan *insider*. Variabel rasio hutang meskipun memiliki nilai koefisien negatif sesuai dengan estimasi peneliti namun tidak signifikan, sehingga *substitution-monitoring effect* dari variabel ini tidak dapat digeneralisir pada sampel penelitian. Variabel *growth* mempunyai koefisien estimasi positif juga tidak signifikan. Variabel *size* meskipun memiliki koefisien estimasi negatif sesuai dengan prediksi peneliti, namun hasilnya tidak signifikan. Variabel *stock volatility* memiliki nilai koefisien estimasi negatif namun hasilnya tidaklah signifikan, sehingga tidak dapat digeneralisir pada sampel penelitian. Dari lima variabel eksogen.

Dengan mempertimbangkan adanya simultanitas pada kedua persamaan tersebut, dimana kedua variabel endogen menunjukkan sifat *jointly determined*. Pada persamaan dengan karakteristik seperti diatas penggunaan metoda OLS akan menghasilkan *estimator* yang tidak BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*) dan tidak konsisten, sehingga metoda SEM – *structural equation modeling* lebih tepat digunakan dalam implikasi ini dari pada metoda OLS – *ordinary least square*.

4.2. Pembahasan

4.2.1. Persamaan Rasio Hutang (*Debt – Ratio Equation*)

Seperti yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, persamaan struktural pertama menunjukkan bahwa rasio hutang dan *insider* berfungsi sebagai *jointly determined endogenous variable*, variabel *institutional ownership* berfungsi sebagai *primary of*

interest variable dan juga sebagai *exogenous variables* (*size, growth, earning volatility* serta *profit*).

4.2.1.1. Institutional Ownership

Dari hasil pengujian persamaan *debt-ratio* diatas menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki nilai koefisien negatif sebesar 0.220 dengan *critical ratio* sebesar -2.154, dimana pada taraf alfa 0.05, diperoleh nilai *critical ratio* sebesar -1.98, ini berarti variabel kepemilikan institusional signifikan secara statistik pada taraf alfa 5%. Dari hasil pengujian persamaan simultan rasio hutang diatas, dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama yang mengatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang dapat diterima pada tingkat alfa 5%. Hasil analisis variabel ini dapat diartikan bahwa kepemilikan institusional mampu berperan positif dalam mengurangi meningkatnya rasio hutang perusahaan, oleh karena itu kehadiran kepemilikan institusional ini mampu berperan menjadi agen pengawasan yang efektif (*effectively monitoring agents*) untuk mengurangi terjadinya konflik keagenan yang ditimbulkan oleh hutang.

Hasil ini dapat digeneralisasikan pada kasus-kasus perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini konsisten dengan beberapa peneliti sebelumnya (Bathala, et al.1994; Shleiver dan Visney, 1986; Moh'd, et al.1998; Mehran, 1992; Wilberforce, 2000 dan Sihombing, 2000). Mereka berpendapat bahwa kehadiran investor institusional dapat menggantikan hutang untuk mengurangi masalah konflik keagenan hutang. Kemampuan mereka dalam melakukan pengawasan didukung oleh tindakan mereka yang bersifat kolektif dalam mengamankan investasinya yang signifikan dalam perusahaan.

4.2.1.2. Kepemilikan Insider (Insider or Managerial Share Ownership)

Dari hasil pengujian persamaan rasio hutang menunjukkan bahwa hasil variabel *insider* memiliki nilai koefisien positif sebesar 0.122 dengan nilai *critical ratio* sebesar 0.926. Nilai *critical ratio* pada tingkat alfa sebesar 10% menunjukkan angka sebesar 1.658, hal ini berarti variabel *insider* tidak signifikan. Oleh karena itu hasil ini tidak dapat digeneralisasikan pada kasus perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai anggota sampel penelitian ini. Hasil penelitian ini konsisten

dengan hasil studi empiris Brailsford, et al (2000) dan Mehran, et al (1999). Namun demikian hasil penelitian ini tidak konsisten dengan sejumlah penelitian seperti hasil penelitian Sihombing (2000), Wilberforce (2000) dan Nupikso (2000), hasil ini juga tidak konsisten dengan penelitian Bathala, et al.(1994) juga hasil studi empiris yang dilakukan oleh Moh'd, et al. (1998).

Alasan yang dapat dikemukakan adalah bahwa adanya perbedaan hubungan antara rasio hutang dengan tingkat *managerial ownership* (*high and low level managerial share ownership*), hal ini terkait dengan masalah *voting power* dan *entrenchment effect of corporate manager*. Secara khusus ketika tingkat *managerial ownership* rendah, maka peningkatan proporsi kepemilikan *managerial* akan memiliki pengaruh kesejajaran antara manajemen dengan *shareholders* lainnya. Sebagai konsekuensinya, ketika proporsi kepemilikan *managerial* ini meningkat dari sebelumnya, para manajer memiliki sedikit insentif untuk mampu mengurangi hutang, hal ini akan mengakibatkan tingkat hutang yang lebih tinggi (*but at decreasing rate*), sehingga akan menghasilkan hubungan yang positif antara *debt financing* pada tingkat *insider* yang tinggi. Alasan ini sejalan dengan argumentasi yang dikemukakan oleh Kim dan Sorensen (1985) dalam Mehran (1999) yang mengatakan bahwa untuk dapat tetap mengontrol perusahaan, maka perusahaan dengan *insider* yang tinggi akan cenderung menggunakan kebijakan hutang dalam memenuhi kebutuhan dananya. Domodaran (1997) dalam Husnan (2001) mengatakan bahwa semakin terkonsentrasi kepemilikan perusahaan, maka semakin besar kemungkinan terjadinya *debt agency conflict*.

Mehran, et al (1999) secara terpisah mengatakan bahwa variabel *CEO ownership* memiliki koefisien estimasi positif dan signifikan terhadap *debt financing*, hasil studi tersebut konsisten dengan *financial contracting theory* yang mengatakan bahwa makin tinggi proporsi kepemilikan *insider* akan mengakibatkan makin tinggi penggunaan hutang. Alasan ini senada dengan hasil penelitian Jogiyanto & Ratnaningsih (2001) yang mengatakan bahwa konflik kepentingan hanya terjadi pada perusahaan yang dikontrol secara ketat oleh manajemen, sementara konflik tersebut tidak ditemukan pada perusahaan yang dikontrol oleh pemilik, dimana manajer juga termasuk didalamnya sebagai pemilik.

4.2.1.3. *Growth*

Hasil analisis persamaan rasio hutang menunjukkan bahwa variabel *growth* memiliki nilai koefisien positif (0.010), dimana variabel ini memiliki nilai *critical ratio* sebesar 0.973, nilai *critical ratio* pada tingkat alfa 10% menunjukkan nilai sebesar 1.658, sehingga dapat dikatakan variabel ini tidak signifikan. Hasil analisis variabel ini tidak dapat digeneralisir pada perusahaan-perusahaan manufaktur pada Bursa Efek Indonesia yang menjadi anggota sampel dalam penelitian ini.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil studi empiris Chang dan Rhee (1990) yang didukung oleh Brigham dan Gapenski (1996) terutama dalam hal arah koefisien regresi variabel *growth*. Alasannya, semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, makin besar tingkat kebutuhan dana pada masa yang akan datang, oleh karenanya perusahaan akan mempertahankan *earnings*-nya untuk diinvestasikan kembali. Pada waktu bersamaan, perusahaan diharapkan akan tetap mengandalkan pendanaan melalui hutang (*debt financing*) yang lebih besar, sehingga dapat dikatakan adanya hubungan positif antara *growth* dan rasio hutang. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Nupikso (2000) dan Jensen, et al. (1992). Namun demikian, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Bathala, et al. (1994), Wilberforce (2000), Sihombing (2000) serta Myers (1977).

4.2.1.4. *Firm Size*

Variabel *firm size* menggambarkan ukuran perusahaan, dalam penelitian ini *size* memiliki tanda koefisien positif 0.086, dimana variabel ini memiliki nilai *critical ratio* sebesar 5.854, nilai *critical ratio* pada tingkat alfa 1% sebesar 2.617, hal ini berarti variabel *size* signifikan secara statistik pada taraf alfa sebesar 1%. Implikasi dari hasil analisis variabel *size* yaitu, apabila variabel *size* meningkat, maka kecenderungan rasio hutang pada kasus perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia juga akan menunjukkan peningkatan. Oleh karena itu, dalam konteks keagenan ini, variabel *size* merupakan salah satu faktor yang perlu dipertimbangkan dalam meminimumkan masalah konflik keagenan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Moh'd, et al (1998), Bathala, et al (1994), Crutchley dan Hansen (1989).

4.2.1.5. *Earning Volatility*

Berdasarkan hasil pengujian persamaan rasio hutang menunjukkan bahwa variabel volatilitas *earnings* memiliki koefisien negatif sebesar 2.2126, dengan nilai *critical ratio* sebesar -7.605. Nilai *critical ratio* pada tingkat alfa 1% menunjukkan angka sebesar -2.617. berarti dapat disimpulkan bahwa variabel *earning volatility* signifikan secara statistik pada tingkat alfa 1%. Dapat dikatakan bahwa, apabila standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak semakin tinggi, pihak kreditor tidak akan memberikan hutang pada perusahaan, sehingga rasio hutang akan menurun. Hal ini menunjukkan bahwa variabel volatilitas *earning* menjadi salah satu pertimbangan penting bagi pihak pemberi kredit untuk memberikan hutang kepada perusahaan, karena volatilitas yang tinggi akan menimbulkan kesulitan finansial (*financial distress*) dan akhirnya akan meningkatkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*). Sehingga variabel volatilitas *earning* memiliki sifat substitutabilitas terhadap kebijakan rasio hutang untuk menjaga dan mempertahankan rasio hutang pada tingkat kondisi *at manageable risk*.

Hasil penelitian ini konsisten dengan beberapa penelitian sebelumnya, Bradley, et al. (1984), Crutchley dan Hansen (1989), Bathala, et al (1994) dan Sihombing (2000). Mereka menemukan hubungan negatif dan signifikan antara *earning volatility* dengan *debt ratio*. Dengan demikian, implikasi dari hasil analisis ini yaitu variabel *earning volatility* merupakan salah satu instrumen penting yang dapat digunakan untuk meminimumkan permasalahan konflik keagenan yang ditimbulkan oleh hutang (*debt agency conflict*) pada perusahaan-perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

4.2.1.6. *Profitability*

Berdasarkan hasil pengujian persamaan struktural pertama, menunjukkan bahwa variabel *profitability* memiliki koefisien negatif sebesar 0.193, dimana variabel ini memiliki nilai *critical ratio* sebesar -1.223. Dengan menggunakan taraf alfa 10% maka diperoleh nilai *critical ratio* sebesar -1.658, sehingga dapat dikatakan bahwa variabel ini secara statistik tidak signifikan. Oleh karena itu, hasil analisis variabel ini tidak dapat digeneralisir pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia sebagai anggota sampel dalam penelitian ini. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Chen dan Steiner (1999), Moh'd, et al. (1998), Jensen, et al. (1992),

Myer dan Majluf yang dikutip Nupikso (2000) dan Wiberforce (2000) terutama dalam arah regresi variabel tersebut. Alasan yang dapat dikemukakan bahwa sebuah perusahaan yang *profitable* akan memiliki cukup uang (*internal funds*) untuk membiayai pengeluaran finansialnya, oleh karena itu tidak membutuhkan penggunaan hutang yang lebih banyak.

4.2.2. Persamaan Struktural *Insider Ownership*

4.2.2.1. *Institutional Ownership*

Dari hasil pengujian persamaan *insider (insider ownership -structural equation)* menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki nilai koefisien negatif sebesar 0.458. variabel ini memiliki nilai *critical ratio* sebesar -7.156 , dengan menggunakan taraf alfa sebesar 1%, diperoleh nilai *critical ratio* sebesar -2.617 . Sehingga dapat dikatakan bahwa variabel kepemilikan institusional signifikan secara statistik pada taraf alfa 1%. Dari hasil analisis dan pengujian diatas, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua dalam penelitian ini dapat diterima, yaitu kepemilikan institusional berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *insider* pada taraf alfa 1%.

Implikasi dari hasil analisis variabel ini yaitu, bahwa kehadiran investor institusional pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki pengaruh signifikan dalam mengontrol meningkatnya proporsi kepemilikan *insider*. Dengan signifikannya hasil analisis variabel ini dapat digeneralisasikan pada kasus-kasus perusahaan manufaktur pada Bursa Efek Indonesia sebagai anggota sampel dalam penelitian ini. Hasil studi empiris ini menunjukkan bahwa instrumen kepemilikan institusional merupakan salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan yang ditimbulkan oleh kepemilikan ekuitas oleh *insider*. Dengan meningkatkan proporsi kepemilikan institusional maka akan mampu mengurangi dominasi kepemilikan perusahaan oleh *insider*.

Hasil penelitian ini konsisten dengan beberapa studi sebelumnya, Wilberforce (2000) menemukan adanya hubungan negatif dan signifikan antara *insider* dengan kepemilikan institusional, hasil ini senada dengan penelitian Sihombing (2000). Mereka mengatakan bahwa peningkatan prosentase kepemilikan institusional mampu menurunkan konsentrasi *insider*. Hasil studi ini juga sejalan dengan penelitian sebelumnya (Bathala, et al. 1994; Shleiver dan Vishney, 1986; dan Jensen & meckling

1976). Mereka berkesimpulan bahwa peningkatan kepemilikan institusional akan menggantikan peran *insider* dalam rangka meminimumkan konflik keagenan ekuitas. Kehadiran kepemilikan institusional mampu berperan sebagai agen pengawas (*monitoring agent*) yang efektif untuk mengendalikan perilaku opportunistik manajer.

Hal menarik yang dapat dilihat bahwa pengaruh *institutional ownership* pada persamaan *insider* jauh lebih superior jika dibandingkan variabel yang sama pada persamaan *debt ratio*, hal ini dikarenakan ketika proporsi kepemilikan *insider* semakin signifikan, maka proporsi tersebut mampu menggantikan kedudukan investor institusional, karena manajer atau *insider* lebih memiliki *voting power* dan *entrenchment effect* terhadap perusahaan. Hasil ini konsisten dengan temuan koefisien estimasi variabel *insider* pada persamaan *debt ratio*, yakni pada tingkat *managerial ownership* tinggi *debt financing* cenderung meningkat, sementara kontrol eksternal dari *external block holders* dan institusional menjadi makin kecil, hal tersebut dapat terlihat dari koefisien estimasi variabel kepemilikan institusional dan tingkat signifikansinya, dimana pada persamaan *dr* yang hanya -0.220 dengan c.r. sebesar -2.154 jika dibandingkan dengan variabel yang sama (*institutional ownership - instl*) pada persamaan *insider* yang memiliki koefisien estimasi lebih besar yakni -0.458 dengan *critical ratio*. sebesar -7.156 .

4.2.2.2. Debt Ratio

Hasil pengujian persamaan *insider* menunjukkan bahwa variabel *debt ratio* (*dr*) memiliki nilai koefisien negatif sebesar 0.153 , dengan nilai *critical ratio* sebesar -1.106 . dengan menggunakan taraf alfa sebesar 10% diperoleh nilai *critical ratio* sebesar -1.658 , sehingga dapat dikatakan bahwa variabel *debt ratio* tidak signifikan secara statistik. Dengan tidak signifikannya hasil analisis variabel ini, maka hal tersebut tidak dapat digeneralisir pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia sebagai anggota sampel dalam penelitian ini.

Koefisien estimasi variabel *debt ratio* dalam penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya, Grossman dan Hart (1992) yang mengatakan bahwa masalah konflik keagenan dapat diminimumkan dengan menggunakan instrumen kebijakan hutang, karena penggunaan hutang akan mengikat perusahaan melalui pembayaran bunga dan cicilan secara periodik. Selain itu dapat dikatakan bahwa penggunaan hutang akan mampu mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh *insider*

sehingga dapat menghindari kegiatan *overinvestment*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Jensen, et al. (1992), Sihombing (2000) dan Wilberforce (2000).

4.2.2.3. *Growth*

Berdasarkan hasil pengujian persamaan *insider ownership* menunjukkan bahwa variabel *growth* memiliki nilai koefisien positif sebesar 0.031 dengan nilai *critical ratio* sebesar 1.146. Dengan menggunakan taraf alfa sebesar 10% diperoleh nilai *critical ratio* sebesar 1.658, sehingga dapat dikatakan bahwa variabel *growth* tidak signifikan. Hubungan yang bersifat positif mengindikasikan bahwa ketika perusahaan menunjukkan potensi perkembangan dimasa yang akan datang, maka manajer berkeinginan untuk meningkatkan proporsi kepemilikannya dalam perusahaan. Namun demikian, dengan tidak signifikannya variabel *growth* dalam penelitian ini, mengakibatkan hasil analisis tidak dapat digeneralisir pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia sebagai anggota sampel penelitian. Koefisien estimasi variabel *growth* konsisten dengan temuan Bathala, et al. (1994) namun tidak konsisten dengan temuan Sihombing (2000).

4.2.2.4. *Firm Size*

Berdasarkan hasil pengujian terhadap persamaan kepemilikan *insider*, menunjukkan bahwa variabel *size* memiliki nilai koefisien negatif sebesar 0.002, dengan nilai *critical ratio* sebesar - 0.094. Pada tingkat alfa sebesar 10% diperoleh nilai kritis sebesar -1.658, sehingga dapat dikatakan variabel ini tidak signifikan secara statistik. Arah koefisien negatif pada persamaan *insider* menunjukkan bahwa ketika manajer mampu mengontrol perusahaan, maka mereka akan meningkatkan proporsi kepemilikannya, dengan perkataan lain pada perusahaan kecil proporsi kepemilikan *insider* lebih besar dari pada pada perusahaan yang ukurannya jauh lebih besar. Namun demikian, ketidaksignifikanan hasil analisis variabel *size* dalam penelitian ini menyebabkan hasil analisis penelitian ini tidak dapat digeneralisir pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia sebagai anggota sampel dalam penelitian ini. Koefisien estimasi variabel ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya (Bathala, et al. 1994; Chen dan Steiner, 1999; Jensen, et al. 1992 dan

Wilberforce, 2000), akan tetapi hasil penelitian ini tidak senada dengan hasil penelitian Sihombing (2000).

4.2.2.5. *Stock Volatility*

Dari hasil pengujian persamaan *insider*, menunjukkan bahwa variabel volatilitas saham memiliki nilai koefisien positif sebesar 0.071 dengan nilai kritis sebesar 5.274. Pada taraf alfa sebesar 1% diperoleh nilai kritis sebesar 2.617, sehingga dapat dikatakan bahwa variabel volatilitas saham signifikan secara statistik pada taraf alfa sebesar 1%.

Hal ini menunjukkan bahwa variabel volatilitas saham merupakan salah satu faktor penting yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan non finansial (*insider ownership*) yang bertujuan untuk meminimalisasi kemungkinan terjadinya konflik keagenan yang terjadi pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia sebagai anggota sampel dalam penelitian ini. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan beberapa penelitian sebelumnya seperti yang dikemukakan oleh Crutchley dan Hansen (1989), Demsetz dan Lehn (1985), Chen dan Steiner (1999) mereka mengatakan adanya hubungan positif antara *insider* dengan volatilitas saham. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Nupikso (2000) yang menemukan adanya hubungan positif antara risiko dengan *insider ownership*.

Alasan yang layak dikemukakan bahwa, ketika risiko perusahaan yang dicirikan oleh berbagai perubahan pada atribut harga saham, teknologi, peningkatan pangsa pasar perusahaan (*market share increases*), kinerja perusahaan menjadi sulit untuk dimonitor dari luar. Hal ini berakibat meningkatnya konflik keagenan ekuitas. Sebagai konsekuensinya, para pemilik lebih menyukai untuk mengawasi kinerja perusahaan dari dalam perusahaan, sehingga tingkat kepemilikan *insider* juga cenderung meningkat (Crutchley dan Hansen, 1989; Demsetz dan Lehn, 1985; Chen dan Steiner, 1999). Dengan demikian, risiko bisnis perusahaan akan memiliki hubungan positif dengan tingkat kepemilikan *insider*. Oleh karena itu, berdasarkan alasan tersebut maka adanya hubungan searah antara risiko bisnis dengan proporsi kepemilikan *managerial*.

BAB VII KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan dan saran-saran untuk penelitian selanjutnya:

1. Pengujian terhadap hipotesis pertama menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif 0.220 dan signifikan secara statistik ($c.r = -2.154$) pada taraf alfa 5%. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kehadiran investor institusional pada perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel penelitian ini dapat digunakan sebagai suatu mekanisme untuk meminimumkan konflik keagenan yang ditimbulkan oleh hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang berpendapat bahwa peningkatan kepemilikan institusional dapat menggantikan peran hutang dalam meminimumkan konflik keagenan. Sehingga dengan demikian, hasil ini mampu membuktikan bahwa hipotesis pertama yang mengatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap rasio hutang dapat diterima pada tingkat alfa 5%. Sementara itu beberapa variabel kontrol dalam persamaan pertama menunjukkan hasil sebagai berikut: variabel kepemilikan *insider* memiliki hubungan positif secara tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa ketika proporsi *insider ownership* cukup signifikan, mereka merasa enggan untuk mendanai perusahaan melalui *equity financing*. Hal ini dikarenakan mereka ketakutan kehilangan kontrol atas perusahaan, sehingga mereka lebih menyukai memenuhi kebutuhan dana melalui *debt financing*. Variabel *growth* memiliki hubungan positif secara tidak signifikan terhadap rasio hutang. Sementara itu variabel *size* juga memiliki arah koefisien positif sesuai dengan yang diprediksikan 0.010 dan signifikan ($c.r = 5.854$) pada taraf alfa 1%. Dengan demikian rasio hutang perusahaan cenderung meningkat seiring dengan makin besarnya ukuran perusahaan. Variabel volatilitas *earning* memiliki koefisien negatif 2.126 sesuai dengan yang diprediksikan dan signifikan ($c.r. = -7.605$) pada taraf alfa 1%. Terakhir variabel *profit* memiliki nilai koefisien negatif dan tidak signifikan. Hal ini berarti dengan memperhatikan hasil analisis SEM diatas variabel *earning volatility*, *size*, cukup signifikan untuk dijadikan bahan pertimbangan penting dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan perusahaan manufaktur

yang terdaftar pada BEJ disamping pengaruh dari variabel utama kepemilikan institusional.

2. Hasil pengujian terhadap hipotesis kedua menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif 0.458 secara signifikan ($t = -7.156$) pada taraf alfa 1%. Hasil ini menunjukkan bahwa kehadiran kepemilikan institusional pada perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel penelitian ini dapat digunakan sebagai suatu mekanisme pengawasan yang efektif untuk meminimumkan konflik keagenan ekuitas. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang berpendapat bahwa peningkatan kepemilikan institusional dapat menggantikan peran *insider* dalam meminimumkan konflik keagenan. Dengan demikian hasil ini membuktikan bahwa hipotesis kedua yang mengatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kepemilikan *insider* dapat diterima pada tingkat alfa 1%. Sementara itu beberapa variabel yang dijadikan kontrol dalam persamaan kedua menunjukkan hasil sebagai berikut: variabel rasio hutang memiliki hubungan kausal negatif 0.153 secara tidak signifikan ($t = -1.106$). Variabel *growth* memiliki nilai koefisien positif 0.031 namun tidak signifikan. Sementara itu variabel *size* memiliki arah koefisien negatif 0.0020 juga secara tidak signifikan. Terakhir variabel volatilitas saham yang memiliki arah koefisien positif 0.071 secara signifikan ($t = 5.274$). Hal ini berarti apabila volatilitas saham meningkat, maka manajer akan meningkatkan proporsinya dalam perusahaan, hal ini dilakukan dalam rangka meningkatkan pengawasan terhadap kinerja perusahaan yang sangat sulit dilakukan dari luar perusahaan.

5.2. Saran

1. Agar sampel data yang terkumpul lebih banyak serta hasil penelitian dapat digeneralisasikan untuk semua perusahaan, maka penelitian selanjutnya disarankan untuk mempertimbangkan perusahaan-perusahaan disemua sektor termasuk sektor jasa keuangan. Peneliti selanjutnya juga dapat dikembangkan dengan membandingkan mekanisme pengendalian konflik keagenan antara sektor jasa keuangan dengan bukan sektor keuangan. Hal ini dapat dilakukan dengan melakukan *split* diantara kedua sektor yang berbeda tersebut.

2. Berdasarkan hasil pengujian pada kedua persamaan rasio hutang dan *insider*, menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang signifikan, sehingga bagi investor dan calon investor perlu memperhatikan pengaruh dari kehadiran kepemilikan institusional dalam rangka mengurangi konflik keagenan yang mungkin muncul. Hasil ini merupakan suatu informasi penting untuk memutuskan apakah akan menjual atau membeli saham perusahaan khususnya pada industri manufaktur yang digunakan dalam sampel penelitian ini.
3. Beberapa variabel lain selain variabel utama (institutional ownership) layak untuk dipertimbangkan dalam rangka mengurangi konflik keagenan ekuitas dan hutang, yaitu: size, stockvolt, earnvolt, sejumlah hasil studi empiris termasuk salah satu didalamnya hasil penelitian ini dapat dipergunakan oleh pihak manajemen sebagai input dalam rangka mengambil keputusan.
4. Temuan estimasi koefisien insider yang bernilai positif pada persamaan debt ratio, perlu diperjelas kembali, berkaitan dengan berbedanya dengan sejumlah penelitian lain yang sejenis. Hal ini merupakan bahan masukan untuk penelitian selanjutnya dengan memasukan variabel managerial share ownership yang bersifat non monotonik.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A. 1998, “ Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firm In The UK”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 25: 1127-1155.
- Agrawal, A., & G. Mandelker. 1987. “Large Shareholders and Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments,” *Journal Of Finance*, 42, 823 – 837.
- Bathala, T.C., K.R. Moon, and R.P., Rao. 1994, “Managerial Ownership, Debt, Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective,” *Financial Management*, Autumn 94, 23, 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, 857-880.
- Brigham, E.F., and L.C., Gapenski. 1996. “*Intermediate Financial Management.*” The Dryden Press, New York.
- Chen, R. Carl, Steiner., “Managerial Ownership And Agency Conflicts: a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy”, *Financial review*, Vol 3. 34, 1999 hal: 119-137.
- Coffee, D.R., Jr. 1991. “Liquidity Versus Control: The Institutional Investors as Corporate Monitor.” *Columbia law Review*. 1277 –1368.
- Cooper, D.R., and C.E. Emory. 1995. *Business Research Methods*. Fifth Edition, Richard D. Irwin, Inc
- Crutchley, C and Kenneth Lehn, ”A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend”, *Financial Management*, 18, 1989, hal: 36-46.
- Demsetz, H., and K. Lehn. 1985. “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences,” *Journal of Political Economy*, 93, 1155 – 1177.
- Fama, E. 1980. “Agency Problem and The Theory of The Firm”, *Journal of Political Economy*, 88, 288 – 325.
- Fama, E., and M. Jensen., 1983. “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, 26, 301 - 325.
- 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.

- Grossman, S., and O, Hart. 1982. “*Corporate Financial Structure and Managerial Incentives in The Economics of Information and Uncertainty*”, J. McCall, University of Cichago Press, Cichago.
- Gudjarati, D.N. 1995. “*Basic Econometrics*”, Third Edition, McGraw-Hill International Editions.
- Hair, J.F. Jr., R.E. Anderson., R.L. Tatham., and W.C. Black. 1992. “*Multivariate Data Analysis With Readings*”, Third Edition, Macmillan Publishing Company, New York.
- Hariato, F., dan S. Sudomo. 1998. “*Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*”, PT. Bursa Efek Jakarta, Jakarta
- Jensen, G.D. Solberg, and T. Zorn. 1992. “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 247 – 263.
- Jensen, M. 1986. “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76, 323 – 329.
- Jensen, M., & W. Meckling. 1976, “Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 4, 305 – 360.
- Jones, P.C. 1998, “*Investment, Analysis and Management*”, Sixth Edition, John Wiley & Sons. Inc.
- Mehran, H. 1992, “Executive Incentives Plans, Corporate Control, and Capital Structure”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 539 – 560.
- Mester, L.J. 1989, Owners Versus managers: Who Controls the Bank?”, *Business Review*, June, 51 – 63.
- Moh’d, M.A., L.G. Perry, and J.N. Rimbey. 1998, “The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis”, *Financial Review*, August, Vol. 33, 85 – 99.
- Myers, S. 1977, “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, 5, 147 – 176.
- Myers, S. And N. Majluf. 1984, “Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have”, *Journal Financial Economics*, 13, 187 – 221.
- Ravid, S.A. 1988, “On Interactions of Production and Finance Decisions”, *Financial Management*, 17, 87 – 99.

Ross, S., 1977, "The Determinations of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach," *Bell Journal of Economics*, 8, 23 – 40.

Shleifer, A., and R. Vishny. 1986, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 461 –488.

Stulz, R.M. 1988, "managerial Control of Voting Rights Financing Policies and The Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20, 25 – 54.

Titman, S. And R Wessels. 1988, "Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, 43, 1 – 19.

To
Jaja Suteja
Universitas Pasundan,
Bandung, Indonesia

VIJAY KUMAR JHA
c/o. Serials Publications (P) Ltd.
4830/24, Ansari Road, Daryaganj
New Delhi-110002 (India)
Ph.: 011-23259212 (M) 08826561892

Bill/Invoice No. 158

Dated : 08-8-2017

Pay US \$ 850-00

SR NO.	PARTICULARS	RATE	AMOUNT
1	7th. INTERNATIONAL CONFERENCE ON ECONOMIC, BUSINESS AND MANAGEMENT, 28-29 SEPT 2017 Millennium Hotel Sirih Jakarta, JAKARTA, INDONESIA ' FINANCIAL AND NON-FINANCIAL POLICIES: AN EXAMINING OF AGENCY THEORY ' - International Journal of Applied Business and Economic Research Vol. 15 (2017 Issue) ' (US \$ eight hundred fifty only)	US \$ 850	US \$ 850-00
			US \$ 850-00

Note: Amount must be sent either M.O. or by Demand Draft Drawn any bank at Delhi/New Delhi in favour of ' VIJAY KUMAR JHA '

For VIJAY KUMAR JHA
SERIALS PUBLICATIONS (P) LTD





ardi gunardi <ardigunardi@unpas.ac.id>

LETTER OF ACCEPTANCE for oral presentation

Vijay Jha <vijaykumarjha2017@gmail.com>
To: ardi gunardi <ardigunardi@unpas.ac.id>

Wed, Aug 9, 2017 at 4:40 PM

SP/VKJ /2017

09, August 2017

Re: **7TH INTERNATIONAL CONFERENCE ON ECONOMIC, BUSINESS AND MANAGEMENT, 28-29 SEPT 2017 MILLENNIUM HOTEL SIRIH JAKARTA, JAKARTA, INDONESIA**

-

Dear Dr. Jaja Suteja

Sub: **LETTER OF ACCEPTANCE FOR ORAL PRESENTATION*****Greetings from Serials Publications, New Delhi (India)***

Many thanks for submitting your article entitled 'FINANCIAL AND NON-FINANCIAL POLICIES: AN EXAMINING OF AGENCY THEORY ' for **7TH INTERNATIONAL CONFERENCE ON ECONOMIC, BUSINESS AND MANAGEMENT, 28-29 SEPT 2017 MILLENNIUM HOTEL SIRIH JAKARTA, JAKARTA, INDONESIA**. We are glad to inform you that your article has accepted for this conference and publication on ' International Journal of Applied Business and Economic Research, (SCOPUS Index Journal) Vol. 15 (2017) issue.

I request you to kindly send the registration fees US \$ 850-00

The payment may be made by a cheque/Bank draft \ Online Payment\ Pay by Bank Transfer\ in favour of ' VIJAY KUMAR JHA ' and We are enclosing our Bank details.

And, hereby I am enclosing the registration form along with this e-mail. Kindly fill it and send it to us along with the payment.

Thanking you,

Yours Sincerely
for Serials Publications (P) Ltd

Vijay Jha
Conference Organizer: ICEBM- 2017
SERIALS PUBLICATIONS (P) LTD

4383/4A, Ansari Road, Darya Ganj,
New Delhi-110002

Ph.: 011-23259212 (M) 08826561892

E-mail: vijaykumarjha2017@gmail.com

