

ANALISIS PERSAMAAN SIMULTAN DARI TOBIN'S Q, KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEBIJAKAN UTANG

Wahidawati, SE., MSi
Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

The purpose of this research to estimates a simultaneous equations model with Tobin's Q (firm value), managerial ownership and debt policy jointly determined within the system. This research is based on the previous research by Chen and Steiner (2000), which found that managerial ownership to be a significant and positive determinant of the level Tobin's Q. Chen and Steiner (1999) observed evidence of substituons-monitoring effects between managerial ownership and debt policy.

The research is focused on manufacturing companies listed in BEJ for periode 1999-2002. The method of data collection is done by using pooling method and give 151 firm year observation. This research uses a non linear simultaneous equation methodology with use the statistical method two stage least square.

The result of research provides empirical evidence : First, that managerial ownership has a non linear relation with Tobin's Q (we find support for both an alignment effect and an entrenchment effect in the relationship between managerial ownership and Tobin's Q. second, The result supports the argument that managerial ownership helps to resolve the agency conflicts between stock holder and manager. The result also indicate that there is not substitutability between debt and managerial ownership.

Keywords: *Tobin Q, Managerial ownership, Debt policy, Non linear simultaneous equation, Two stage least square*

PENDAHULUAN

Dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar kos tersebut dibiayai oleh utang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa utang (*Debt*) mengandung risiko yang tinggi. Perbedaan kepentingan itu menimbulkan konflik yang biasa disebut

konflik agensi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi kos keagenan tersebut yaitu: **Pertama**, Dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Mecling 1976). Analisisnya menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Selain itu kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. **Kedua**, Dengan meningkatkan dividen *payout ratio* (Crutley dan Hansen 1989, Easterbrook 1989, Leland dan Pyle 1977). Penelitian mereka menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan, karena dengan pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* perusahaan akibatnya perusahaan dalam memenuhi kebutuhan operasinya akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan. **Ketiga**, Meningkatkan pendanaan dengan utang. Penurunan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu utang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan, sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. **Keempat**, *Institutional investor* sebagai pihak yang memonitor agen (Moh'd, et al 1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar seperti *institutional investor* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Jadi dengan adanya *investor institutional* akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Penelitian ini akan menguji secara serempak hubungan antara kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial merupakan kekuatan pemantauan internal yang penting dan akan meningkatkan nilai perusahaan, meskipun akhirnya nilai perusahaan akan menurun ketika kepemilikan manajerial melampaui 28.8%. Chen dan Steiner (2000) juga menyatakan bahwa peningkatan nilai perusahaan juga akan meningkatkan kepemilikan manajerial.

Jensen dan Mecling (1976) membuat argumen yang meyakinkan bahwa kepemilikan manajer mempunyai hubungan yang positif dengan nilai perusahaan, sehingga membantu meluruskan hubungan antara manajer dan pemegang saham (pemilik perusahaan). Sementara Stulz (1984) menyatakan adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajer dengan nilai perusahaan pada tingkat kepemilikan manajer yang cukup tinggi.

Bitner & Dolan (1996) menemukan adanya hubungan negatif antara kebijakan utang perusahaan dengan nilai perusahaan, sebaliknya Ross (1997) menemukan hubungan yang positif antara kebijakan utang dengan nilai perusahaan. Demikian juga Ross menyatakan bahwa nilai perusahaan juga mempunyai hubungan yang positif dengan kebijakan utang perusahaan. Lebih lanjut Ross menyatakan bahwa model tersebut menggambarkan struktur modal optimal untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Dari uraian diatas maka kami ingin menguji hubungan antara Tobin's Q (nilai perusahaan), kepemilikan manajerial dan kebijakan utang secara serempak yang dimodelkan dalam sistem tiga persamaan.

TUJUAN DAN KONTRIBUSI PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah ingin memperluas bidang penelitian dengan mempertimbangkan sebuah model empiris dimana nilai perusahaan, kepemilikan manajerial dan kebijakan utang masing masing ditentukan sebagai variabel endogen yang ditentukan secara gabungan. Spesifikasi ini didukung oleh suatu fakta bahwa kepemilikan manajerial, nilai perusahaan dan kebijakan utang merupakan bagian-bagian integral dari pembuatan keputusan perusahaan dalam kerangka kerja agensi sedangkan *income smoothing* bersama dengan variabel-variabel lain sebagai *control variable*.

Hasil penelitian ini diharapkan memperkuat penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan penilaian perusahaan, kepemilikan manajerial dan kebijakan utang perusahaan serta juga memperkuat bukti perilaku manajemen dalam tindakannya melakukan *income smoothing*. Hasil penelitian ini juga diharapkan bermanfaat bagi investor yaitu sebagai pertimbangan dalam membuat keputusan investasi, khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui perilaku investor dan manajemen perusahaan

TINJAUAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS.

Tinjauan Teori

Chen & Steiner (2000), menyatakan bahwa kepemilikan manajerial merupakan determinan non linear dari nilai perusahaan dan *analyst coverage* merupakan determinan positif dari nilai perusahaan. Pada tingkat kepemilikan manajer yang rendah, hubungan antara kepemilikan manajerial dan Tobin's Q adalah positif, sedangkan pada tingkat kepemilikan manajerial tinggi ,hubungannya adalah negative. Hubungan non linier ini terjadi pada inflection point 28.83%. Persamaan Q dalam penelitian Chen & Steiner memasukkan *variable exogenous* yaitu *firm size*, profitabilitas dan *debt*. Hasil yang

diperoleh adalah *firm size* signifikan dan berpengaruh negatif dengan nilai perusahaan, ROA signifikan dan berpengaruh positif dengan nilai perusahaan.

Jensen & Mecling (1976), mendefinisikan hubungan keagenan adalah hubungan kontrak antara manager dengan pemegang saham (pemilik perusahaan), dimana pemilik mendelegasikan beberapa pembuatan keputusan kepada manager (agen). Lebih jauh Jensen & Mecling menyatakan bahwa adanya hubungan antara kepemilikan manager dengan nilai perusahaan, dikarenakan kepemilikan manajerial (monitoring internal) akan membuat manager bertindak untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan.

Mc. Connell & Servaes (1990), Thompson & Pederson (2000), Iturriaga & Sanz (2000), dengan berpegang pada pendekatan asimetri menemukan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial baik melalui hipotesis *alignment* maupun *entrenchment*. Lebih lanjut dinyatakan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial rendah maka akan meningkatkan nilai perusahaan, akan tetapi pada saat tingkat kepemilikan manager tinggi, dimana pengeluaran untuk konsumsi dapat dideteksi maka akan terjadi penurunan nilai perusahaan. Dari hasil penelitian tersebut bisa disimpulkan bahwa terjadi hubungan non linear antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Iturriaga & Sanz (2000) menentukan hubungan antara *insider ownership* dengan nilai perusahaan dengan memasukkan *firm size*, *debt* dan ROA sebagai *variable control*. Hasilnya menyatakan bahwa *firm size* berhubungan negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, *Debt* berhubungan positif dan signifikan sedangkan ROA berhubungan positif tetapi tidak signifikan.

Makaryanawati (2002), meneliti hubungan perataan laba dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil yang diperoleh adalah terdapat hubungan positif dan signifikan antara perataan laba dengan nilai perusahaan. Hasil juga mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai hubungan nonlinear negatif dengan nilai perusahaan sedangkan interaksi antara kepemilikan manajerial dengan *income smoothing* tidak signifikan dan berhubungan negatif dengan nilai perusahaan.

Crutley dan Hansen (1989), penelitiannya berjudul “*A test of the agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*” menguji mengenai agency theory, yaitu menghubungkan karakteristik perusahaan sebagai *proxy* dari kos agensi antara lain (*diversifikasi cost*, *earning volatility*, pengeluaran *advertising R&D*, *flotation cost* dan ukuran perusahaan) terhadap *managerial ownership*, *leverage* perusahaan dan deviden perusahaan. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa Semakin terdiversifikasinya saham yang dimiliki investor mempengaruhi *managerial ownership* secara positif. Ini berarti bahwa terdapat hubungan positif antara risiko dengan kepemilikan manajerial. Hasil lain menyatakan bahwa *earning volatility* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *managerial ownership* maupun deviden. Hasil ini mengindikasikan

bahwa semakin tinggi kos kebangkrutan (semakin tinggi risiko) manajer akan mengurangi penggunaan *debt*, sebaliknya manajer akan meningkatkan kepemilikan sahamnya serta akan meningkatkan rasio pembayaran *dividen* dengan tujuan untuk mengurangi *agency cost*. Pengeluaran *advertising dan R&D* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *debt* dan *dividen*, tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan saham manajer. Hasil dari *flotation cost* mengindikasikan bahwa *flotation cost* berhubungan negatif dengan pembayaran *dividen*, dan manajer cenderung meningkatkan utang serta kepemilikan manajerialnya. Terakhir hasil dari ukuran perusahaan mengindikasikan bahwa kepemilikan saham manajer berhubungan negatif dengan ukuran perusahaan, selain itu semakin besar ukuran perusahaan, maka akan meningkatkan pembayaran *dividen* dan penggunaan utang.

Bathala , et al. (1994), penelitiannya berjudul “*Manajerial Ownership, Debt Policy, and the impact of institutional holding*”. Penelitian ini menguji apakah institutional ownership berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan dan manajerial ownership. Penelitian ini menggunakan metode cross sectional dengan periode penelitian tahun 1988. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Penggunaan utang dan *manajerial ownership* mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap *institutional ownership*. Hasil ini mengindikasikan bahwa *institutional ownership* dapat menggantikan peranan utang sebagai *monitoring agent* dalam mengurangi cost agency. Hasil lain menyebutkan bahwa *manajerial ownership* berhubungan negatif dengan *institutional ownership*.

Friend dan Lang (1988), Penelitian yang dilakukan menguji pengaruh kepentingan manajemen terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian ini menggunakan sample yang sangat besar yaitu 984 perusahaan perusahaan yang terdaftar di NYSE dengan periode observasi 1979 sampai dengan 1983. Struktur modal perusahaan dalam penelitian ini menggunakan *proxy* rasio dari *debt/total asset*, sedangkan *proxy* untuk kepentingan management adalah proporsi saham yang dimiliki oleh manajer. Variabel control yang juga diduga mempengaruhi struktur modal adalah *standart deviation of earning, log of total asset (size), market value of equity* proporsi saham yang dimiliki oleh *non manajerial stock holder*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa semakin meningkatnya proporsi saham yang dimiliki manajer maka akan menurunkan tingkat penggunaan utang. Hasil ini menemukan bahwa terdapat hubungan terbalik antara kepemilikan manajerial dengan penggunaan utang perusahaan, hal ini mengindikasikan risiko yang diakibatkan oleh utang tidak terdiversifikasi (non diversifiable risk) lebih besar dirasakan oleh *management* daripada oleh investor luar, akibatnya manajer akan menjaga tingkat utangnya tetap rendah. Hasil lain menyebutkan bahwa *size* (ukuran perusahaan) mempunyai hubungan yang positif dengan *debt ratio*, disamping itu *debt ratio* juga mempunyai hubungan positif dengan profitabilitas.

Moh’d et al. (1998), penelitian yang menguji mengenai struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan utang perusahaan baik secara *time series* maupun *cross sectional*. Hasil menemukan bahwa struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap

kebijakan utang perusahaan. Sedangkan untuk variabel kontrolnya seperti *dividen payments*, *firm growth*, *asset risk*, profitabilitas perusahaan, dan *uniqueness of the firm* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio utang perusahaan. Sedangkan variabel kontrol yang lain seperti ukuran perusahaan, struktur aktiva, risiko *operating leverage*, *tax rate* dan *non-debt tax shield* mempunyai pengaruh yang signifikan dan mempunyai arah yang positif terhadap rasio utang perusahaan.

Turiyasingura (2000) juga melakukan penelitian yang sama dengan nupikso (2000), tetapi sample yang diobservasi adalah dari perusahaan jasa dan manufaktur dengan periode observasi hanya satu tahun (1996). Hasil ini menunjukkan mendukung hipotesis bahwa kebijakan utang dan *manajerial ownership* menjadi alat yang efektif dalam mereduksi *agency conflict*. Hasil ini menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang perusahaan.

Pengembangan Hipotesis

Persamaan Nilai perusahaan (Tobin's Q)

Manajerial ownership (OWN) diharapkan berpengaruh nonlinear dengan nilai perusahaan, konsisten dengan *the alignment and entrenchment effect* dari Jensen & Mecling (1976) dan Stulz (1988) dan konsisten dengan penemuan dari Morck, Shleifer & Vishny (1988). Variable exogen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Income Smoothing* (IS) dan Profitabilitas (ROA). Chung and Jo (1996) menemukan bahwa Tobin's Q berhubungan negatif dengan ukuran perusahaan, berhubungan positif dengan Profitabilitas (ROA) dan R&D. Chen and Steiner menemukan bahwa ROA berhubungan positif dengan Tobin's Q. Makaryanawati (2002) menemukan bahwa *income smoothing* berhubungan positif dengan Tobin's Q.

Dari uraian literatur review diatas, maka pengembangan hipotesisnya adalah :

H1a : Kepemilikan manajerial adalah determinan non linier dari nilai perusahaan.

H1b : Kebijakan utang perusahaan berpengaruh negatif dengan nilai perusahaan

Persamaan Kepemilikan Manajerial

Jensen & Mecling (1976), menyatakan bahwa *managerial ownership* dan *analyst coverage* sebagai kekuatan pemantauan dalam perusahaan, semakin tinggi tingkat *external monitoring (analyst coverage)*, maka akan mengurangi kebutuhan *internal monitoring* yang diberikan oleh *managerial ownership*. Tobin's Q juga merupakan determinan dari kepemilikan manajerial. Diharapkan semakin tinggi nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q maka semakin tinggi kepemilikan manajerial. *Variable exogen* yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan (LSIZE) dan *Income Smoothing* (IS). Variable eksogen yang digunakan ini telah digunakan dalam penelitian sebelumnya. Crutchley & Hansen (1989) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan positif dengan risiko (SD), berhubungan negatif dengan ukuran

perusahaan (LEQTY) tetapi tidak signifikan dengan *research and development* (RDA). Jensen, Solberg & Zorn (1992) menemukan bahwa *ownership* berhubungan negatif dengan ukuran perusahaan (SIZE), dan juga mengargumentasikan bahwa *ownership* merupakan fungsi dari utang (DEBT) dan Dividen (DIV). Makaryanawati (2000) menyatakan bahwa kepemilikan manajer akan mendorong manajer meningkatkan laba perusahaan yang nantinya akan menaikkan harga saham (nilai perusahaan) sehingga akan mendorong manajer melakukan *income smoothing* (IS). Carlson & Bathala (1997) menemukan hubungan positif antara *insider ownership* dengan *income smoothing*. Hasil ini mengindikasikan bahwa peningkatan prosentase *insider ownership* dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan menjadi perata laba.

Dari uraian diatas, maka dikembangkan hipotesis sebagai berikut :

H2a : Nilai perusahaan berhubungan positif dengan kepemilikan manajerial

H2b : Kebijakan utang perusahaan berhubungan negatif dengan kepemilikan manajerial

Persamaan Utang

Lang & Stulz(1994), menemukan bahwa nilai perusahaan berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan dengan kebijakan utang (DEBT), Iturriaga & Sanz (2000) menyatakan bahwa nilai perusahaan berhubungan positif dan signifikan dengan kebijakan utang perusahaan. Moh'd et al. (1998), menemukan bahwa struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Sedangkan untuk variabel kontrolnya seperti *dividen payments*, *firm growth*, *asset risk*, profitabilitas perusahaan, dan *uniqueness of the firm* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio utang perusahaan. Friend dan Lang (1988), menemukan semakin meningkatnya proporsi saham yang dimiliki manajer maka akan menurunkan tingkat penggunaan utang, Hasil lain menyebutkan bahwa *size* (ukuran perusahaan) mempunyai hubungan yang positif dengan *debt ratio*, disamping itu *debt ratio* juga mempunyai hubungan positif dengan profitabilitas.

Dari uraian diatas, dikembangkan hipotesis :

H3a : Nilai perusahaan berhubungan negatif dengan kebijakan utang perusahaan

H3b : Kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan kebijakan utang perusahaan

METODA PENELITIAN

Model Penelitian

Berdasarkan tinjauan literatur dan argumen-argumen tentang endogenitas nilai perusahaan, kepemilikan manajerial dan kebijakan utang perusahaan, maka sebuah model persamaan simultan yang didefinisikan oleh Persamaan 1 – 3:

- (1) $Q = f(\text{LMOWN}, \text{LMOWN}^2, \text{DEBT}, \text{IS}, \text{ROA})$
 (2) $\text{LMOWN} = f(Q, \text{DEBT}, \text{IS}, \text{LSIZE})$
 (3) $\text{DEBT} = f(Q, \text{LMOWN}, \text{FIXED}, \text{ROA})$

Notasi berikut digunakan untuk mendefinisikan variabel-variabel dalam model empiris tersebut:

1. Nilai perusahaan dilambangkan dengan Q

Variable ini dihitung dengan menggunakan rasio Tobin's Q yang dikembangkan oleh Himmelberg, Hubbard & Palia (1999), Iturriaga & Sanz (2000) serta Makaryanawati(2002)

$$Q = \frac{(P)(N) + D}{\text{BVA}}$$

- Q : Nilai Perusahaan
 P : Harga Pasar Saham
 N : Jumlah lembar saham yang beredar
 D : Niali buku utang
 BVA : Nilai Buku Total Aktiva

2. Kepemilikan manajerial dilambangkan dengan LMOWN

Diukur dengan Lognatural dari rasio kepemilikan officer dan direktur.

3. Kebijakan Utang Perusahaan dilambangkan dengan DEBT

Variable ini dihitung dengan rasio Total Utang Perusahaan terhadap nilai buku Total Aktiva Perusahaan

4. Profitabilitas dilambangkan ROA

Variable ini dihitung dengan rasio laba bersih perusahaan terhadap nilai buku total aktiva perusahaan

5. Ukuran level asset tetap yang dilambangkan dengan FIXED

Variable ini dihitung dengan rasio properti, pabrik dan peralatan terhadap total asset

6. Ukuran Perusahaan yang dilambangkan dengan SIZE

Variable ini dihitung dengan Log natural dari asset total dalam perusahaan

7. Income Smoothing yang dilambangkan dengan IS

Yaitu rasio koefisien variasi sales terhadap koefisien *variation earning*, dengan menggunakan Model Eckel (1981) yang sering digunakan dalam beberapa penelitian sebelumnya ; Ashari et al (1994), Michelson et al (1997), Zuhroh (1997), Salno & Baridwan (2000), Makaryanawati (2002).

Indeks Perata Laba = CV_s / CV_i

Dimana CVs atau CVi = Deviation Standard

Expected Value

Sampel dan Data Penelitian

Populasi yang akan diamati adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang melaporkan laporan keuangan yang lengkap dan dipublikasikan pada Indonesian *Capital Market Directory* tahun 1999 - 2002. Pengambilan *sample* pada penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau pooling data. Pengambilan *sample* penelitian dilakukan dengan metode *purposive random sampling*. Kriteria yang digunakan dalam metode *purposive sampling* adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki data mengenai *managerial ownership*, *debt* dan nilai perusahaan, karena ketiga variabel tersebut merupakan variabel utama dalam penelitian. Pada penelitian ini dapat dikumpulkan *sample* sebanyak 151 perusahaan manufaktur.

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu meliputi *managerial ownership*, *long term debt*, *total asset*, *fixed asset*, *earning after tax* dan *sales*. Data-data ini diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dimuat dalam Indonesian *Capital Market Directory* dan *Annual Report*

Model Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis penelitian, digunakan model persamaan *two stage least square* (2SLS) dengan metode penaksiran persamaan tunggal (metode penaksiran informasi terbatas). Pendekatan ini cocok bila variabel-variabel endogennya terkait secara nonlinier. Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial adalah determinan non-linier dari nilai perusahaan (Tobin's Q) yang konsisten dengan argumen Chen dan Steiner (2000). Teknik estimasi *non linear* dibahas dalam Green (1997). Metode persamaan *two stage least square* tersebut diestimasi dengan menyertakan semua variabel eksogen kwadrat dan *cross product* (perkalian silang sebagai instrumen). ketiga persamaan tersebut diestimasi secara simultan.

HASIL PENELITIAN

Pengujian Asumsi

Metode persamaan tunggal atau metode informasi terbatas penerapannya didasarkan pada asumsi regresi linier klasik, oleh karena itu dari hasil regresi yang telah diperoleh perlu dilakukan pengujian apakah hasil regresi dari persamaan 1-3 yang diperoleh memenuhi kriteria ekonometrika, sehingga diperlukan pengujian terhadap asumsi-asumsi yang diper-

lukan dalam model regresi, sehingga parameter yang dihasilkan tidak bias dan konsisten. Pada penelitian ini pengujian asumsi klasik antara lain adalah Multikolinieritas, Autokorelasi dan Heteroskedastisitas dengan menggunakan program komputer Eview 3.

Pengujian terhadap gejala **Multikolinieritas** ini dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang serius antara sesama variable independen yang digunakan dalam model persamaan regresi. Untuk mendeteksi, yaitu dengan melihat pada kolom r^2 Autocorrelation (AC), agar bisa terbebas dari multikol maka nilai yang terdapat pada kolom tersebut tidak boleh melebihi 0,5 baik (+/-). Pada penelitian ini nilai dari r^2 semuanya dibawah 0,5 ini berarti lolos uji multikolinieritas.

Autokorelasi adalah terjadinya korelasi (hubungan) antara elemen elemen serangkaian pengamatan yang tersusun dalam rangkaian waktu (time series) maupun dalam rangkaian ruang (cross-sectional). Pada penelitian ini dideteksi dengan cara melihat r^2 pada kolom Partial Autocorrelation (PAC), agar bisa terbebas dari autokorelasi maka nilai yang terdapat pada kolom tersebut tidak boleh melebihi 0,5 baik (+/-). Pada penelitian ini nilai dari r^2 semuanya dibawah 0,5 ini berarti lolos uji Autokorelasi.

Heteroskedastisitas, Gejala Heterokedastisitas dalam penelitian ini sudah diantisipasi dalam hasil estimasi dengan menggunakan metode two stage least square. Heterokedastisitas yang digunakan adalah metode white heterokedastisitas, yang sudah diantisipasi pada saat mengestimasi.

DESCRIPTIVE STATISTIK

Variabel	N	MEAN	ST. DEV	MINIMUM	MAXIMUM
LMOWN	151	0.9528	1.6313	-2.9957	3.4601
LMOWN ²	151	3.5514	3.0732	0.0091	11.9723
Q	151	0.5477	0.8591	0.0000	5.5525
DEBT	151	0.7974	0.7024	0.0546	4.7984
ROA	151	0.0093	0.2321	-1.0148	1.8273
FIXED	151	0.4142	0.2110	0.0372	0.8628
IS	151	0.0130	3.2932	-166819	13.3466
SIZE	151	12.9724	1.4014	10.1315	16.5533

Dalam tabel 1 prosentase rata-rata kepemilikan manajerial (MOWN) adalah 0.9528 dengan standart deviasi 1.6313. Nilai perusahaan (Q) memiliki rata-rata 0.5477 dengan deviasi standar 0.8591 Rasio utang (debt) rata-ratanya adalah 0.7974, dengan deviasi standar 0.7024. Profitabilitas (ROA) memiliki nilai rata rata 0.0093 dengan standart deviasi 0.2321. Ukuran asset tetap (FIXED) yang didefinisikan sebagai rasio *properti*, pabrik dan peralatan terhadap total asset mempunyai nilai rata rata 0.4142, dengan deviasi standar 0.2110. Ukuran Perusahaan (SIZE) mempunyai rata rata sebesar 12.9724, dengan deviasi standar 1.4014. Income Smoothing (IS) mempunyai rata rata sebesar 0.0130, dengan deviasi standar 3.2932.

PEMBAHASAN HASIL

Tabel Hasil Penelitian

Variable	LMOWN	Q	LDEBT
Intercept	3.7499 (2.9893)*	0.9339 (4.4661)*	1.0618 (7.4741)*
LMOWN		0.0585 (1.8296)***	-0.0074 (-0.3687)
LMOWN ²		-0.0662 (-2.6128)*	
Q	-0.0503 (-0.3227)		-0.1241 (-2.6149)*
DEBT	-0.0499 (-0.2622)	-0.2602 (-1.9311)**	
LSIZE	-0.2105 (-2.2330)**		
FIXED			-0.4234 (-1.8432)***
ROA		0.0775 (0.2630)	-1.5163 (-2.2885)**
IS	0.0667 (1.6642)***	0.0085 (0.7502)	
R-square	0.055	0.075	0.289

Keterangan : Atas adalah koefisien * = Signifikan pada level 0.01

	Bawah adalah nilai t	**	= Signifikan pada level
0.05			
		***	= Signifikan pada level
0.10			

Diskusi Dari Persamaan Nilai Perusahaan (Q)

Diskusi Pengujian Untuk Variabel Endogen

Tabel diatas menunjukkan hasil dari pengolahan data untuk persamaan Nilai Perusahaan (Q). Persamaan ini digunakan untuk menguji hipotesis 1a dan 1b. Hasil tersebut menunjukkan bahwa LMOWN signifikan pada level 10% dan (LMOWN)² signifikan pada level 1 %. Parameter estimasi untuk LMOWN adalah Positif, sedangkan untuk LMOWN² adalah berhubungan negatif. Arah kedua variabel di atas konsisten dengan penelitian Chen & Steiner (2000), sehingga **hipotesis 1a** yang menyatakan bahwa **LMOWN adalah sebuah determinan non linear dari Nilai perusahaan tidak berhasil ditolak**. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa di Indonesia khususnya dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sample penelitian, pada tingkat kepemilikan manajerial yang masih rendah, maka peningkatannya akan meningkatkan nilai perusahaan, sehingga pada level LMOWN yang rendah dapat mereduksi konflik antara para *stocholder* dan manajer, karena prosentase kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham, sehingga mengurangi masalah keagenan (biaya keagenan) dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan demikian hasil ini mendukung nilai pemantauan dari kepemilikan manajerial untuk mengontrol konflik antara para pemilik external dan manajer. Sedangkan dari hasil (LMOWN²) yang negatif mengindikasikan bahwa tingkat manajerial yang tinggi, peningkatan prosentase kepemilikan manajerial akan menurunkan nilai perusahaan yang disebabkan karena pengeluaran-pengeluaran untuk konsumsi dapat dideteksi yang selanjutnya akan menurunkan nilai perusahaan sesuai dengan hipotesis *entrenchment* yang dikemukakan oleh Jensen & Mecling (1976). Ini berarti bahwa di Indonesia untuk perusahaan manufaktur, khususnya untuk sampel yang diobservasi terjadi hubungan yang tidak linier

Hipotesis 1b yang menyatakan bahwa **utang mempunyai kekuatan pemantauan untuk mengurangi kos keagenan, tidak berhasil ditolak**. Kebijakan utang (LDEBT) secara statistik signifikan pada level 0,05 dengan estimasi parameter yang negatif. Arah hubungan yang negatif ini konsisten dengan hasil penelitian Chen & Steiner (2000), Crutley dan Hansen (1989). Tetapi tidak konsisten dengan penelitian Nupikso (2000), Ross (1977) dan Makaryanawati (2002). Hasil Penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin rendah utang perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil ini juga mengindikasikan bahwa utang perusahaan mempunyai risiko kebangkrutan sehingga

akan menurunkan nilai perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi kos kebangkrutan (semakin tinggi risiko) manajer akan mengurangi penggunaan *debt*, sebaliknya manajer akan meningkatkan kepemilikan sahamnya dengan tujuan untuk mengurangi *agency cost*.

Diskusi Pengujian Untuk Variabel Eksogen

Hasil dari persamaan nilai perusahaan menunjukkan bahwa ROA mempunyai estimasi parameter yang positif dan tidak signifikan. Meskipun tidak signifikan tetapi arah hubungan yang positif sesuai dengan penelitian Chen & Steiner (2000), Carlson & Bathala (1997), Makaryanawati (2002). yang menyatakan bahwa Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan mempunyai lebih banyak dana untuk membiayai investasinya sehingga kemungkinan akan memperoleh keuntungan lebih besar, yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan .

Hasil dari persamaan Nilai Perusahaan menunjukkan bahwa variabel *Income Smoothing* (IS) mempunyai estimasi parameter yang positif dan tidak signifikan. Meskipun tidak signifikan tetapi estimasi parameter ini konsisten dengan hasil penelitian Bitner & Dolan (1996), Makaryanawati (2002) yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai laba yang diratakan tanpa memperhatikan metode akuntansi, karena akan lebih mencerminkan stabilitas kinerja perusahaannya sehingga investor dapat lebih mudah untuk memprediksi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dimasa mendatang. Lebih lanjut dinyatakan bahwa perataan laba dapat mengurangi risiko kebangkrutan dan investor di Indonesia memiliki sifat risk averse (Wahidahwati 2002), maka investor akan memberikan penilaian yang lebih tinggi pada perusahaan yang melakukan perataan laba.

Diskusi Persamaan Kepemilikan Manajerial (LMOWN)

Diskusi Variabel-variabel Endogen

Variabel Q dari persamaan diatas mempunyai parameter estimasi yang negative dan tidak signifikan dengan LMOWN. **Hipotesis 2a** yang menyatakan bahwa **bertambah tingginya nilai perusahaan akan menyebabkan naiknya tingkat kepemilikan manajerial, ditolak**. Estimasi parameter yang negatif ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (2000), Itturiaga & Sanz (2000), tetapi konsisten dengan Makaryanawati (2002) yang menyatakan bahwa ketika nilai perusahaan semakin meningkat signifikan, maka manajer akan menurunkan kepemilikan sahamnya. Hasil yang tidak signifikan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa kesimpulan tersebut tidak dapat digeneralisir (Makaryanawati 2000), yang menyatakan bahwa variable keagenen modal kurang dapat digeneralisir di Indonesia.

Hasil yang tidak signifikan disebabkan informasi mengenai struktur modal tidak direspon oleh pasar, investor hanya mempertimbangkan informasi keuangan dan kondisi ekonomi perusahaan saja.

Variabel LDEBT ini signifikan pada level 10% dan mempunyai estimasi parameter yang negatif dan tidak signifikan terhadap variabel kepemilikan manajerial (LMOWN). **Hipotesis 2b** yang menyatakan bahwa : **Kebijakan utang perusahaan berhubungan negatif dengan kepemilikan manajerial, ditolak**

Meskipun tidak signifikannya, tetapi mempunyai estimasi parameter yang negatif sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian Chen dan Steiner (1999), Bathala et al (1994), Nupikso (2000), Turiyasingura (2000), wahidahwati (2001), yang menyatakan bahwa penggunaan utang yang besar dalam struktur modal perusahaan akan memberikan risiko kegagalan yang lebih tinggi (risiko kebangkrutan) sehingga akan menurunkan minat manajer untuk memiliki saham pada perusahaan tersebut. Semakin besar proporsi utang yang dipergunakan oleh perusahaan, pemegang saham akan menanggung risiko yang makin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan akan dikenai bunga tetap atas penggunaan utang jangka panjangnya dan ini akan meningkatkan risiko yang harus ditanggung oleh pemegang saham sehingga pemegang saham khususnya insider (manajer) akan mengurangi kepemilikan sahamnya. Hasil yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa hasil tersebut tidak dapat digeneralisir. Hasil yang tidak signifikan juga mengindikasikan bahwa hasil ini tidak dapat digeneralisir karena struktur kepemilikan modal pada perusahaan sample banyak didominasi oleh manajemen keluarga sehingga dengan manajemen keluarga tidak akan terjadi masalah keagenan pada perusahaan tersebut (Makaryanawati 2000).

Diskusi pengujian untuk variabel eksogen

Variabel LSIZE pada persamaan diatas signifikan pada level 0,05 dan mempunyai estimasi parameter yang negatif. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999). Jensen et al (1992), Bathala et al (1994) yang menyatakan bahwa perusahaan besar akan memberikan batasan bagi manajer, jika mereka mempunyai kepemilikan saham perusahaan yang besar, hal tersebut disebabkan keterbatasan kekayaan mereka (Wahidahwati 2002).

Variabel Income Smoothing (IS) mempunyai estimasi parameter yang positif dan signifikan pada level 0.10 terhadap LMOWN. Meskipun signifikan lemah tapi estimasi parameter yang positif sesuai dengan hasil penelitian Smith (1976) dan Carlson & Bathala (1997), yang menyatakan bahwa Peningkatan kepemilikan manajerial dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan menjadi perata laba. Hasil ini juga konsisten discretion effect yang di identifikasi oleh Morck, Shleifer & Vishny (1988) yang menyatakan jika kepemilikan manajerial meningkat, kemampuan outside owners untuk

mendisiplinkan manajer menurun, sehingga manajer lebih leluasa untuk meratakan laba yang dilaporkan untuk mencapai kepentingan pribadi.

Diskusi Persamaan *DEBT*

Diskusi Variabel-variabel Endogen

Hasil dari persamaan LDEBT menunjukkan bahwa variabel *managerial ownership* dan utang mempunyai estimasi parameter negatif dan signifikan pada level 0.01. Estimasi parameter yang negatif konsisten dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (2000), Barnhart & Rosenstein (1998) yang menyatakan bahwa Peningkatan nilai perusahaan akan mengurangi perusahaan dalam mengambil utang dalam pendanaan perusahaan, hal tersebut dikarenakan utang mempunyai risiko yang besar yaitu risiko kebangkrutan. **Hipotesis 3a yang menyatakan bahwa peningkatan nilai perusahaan menyebabkan tingkat utang yang lebih rendah sebagai pengaruh *monitoring*, tidak berhasil ditolak.**

Hasil dari persamaan LDEBT menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial (LMOWN) tidak signifikan dengan estimasi parameter yang negatif. Meskipun tidak signifikan tetapi estimasi parameter ini konsisten dengan temuan Chen dan Steiner (1999) dan Jensen et al (1992), Friend & Lang (1988), Wahidahwati (2001) dan Moh'd et al (1994) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang besar mempunyai andil besar dalam mengurangi risiko finansial (risiko utang). Lebih lanjut hasil ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial dapat mensejajarkan kepentingan antara para pemegang saham external dengan manajer, sehingga manajer akan mengurangi risiko kebangkrutan yang disebabkan oleh utang. **Hipotesis 3b yang menyatakan bahwa Kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan kebijakan utang perusahaan, ditolak**

Diskusi pengujian untuk variabel eksogen

Variabel FIXED signifikan dalam level 0.10, dan mempunyai estimasi parameter yang negatif dalam hubungannya dengan utang. Estimasi yang negatif tidak sesuai dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999), Jensen et al.(1992), Turiasingura (2000), Wahidahwati (2001) yang menyatakan bahwa investor akan senang memberikan pinjaman jika disertai dengan jaminan. Jika perusahaan mempunyai utang dengan jaminan yang tinggi, maka perusahaan tersebut akan terhindar dari risiko kebangkrutan.

Profitabilitas (ROA) berhubungan negatif dan signifikan pada level 0.05. Hasil ini konsisten dengan temuan Chen dan Steiner (1999), Jensen et al. (1992), Turiasingura (2000) dan Nupikso (2000) yang menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* akan mempunyai banyak dana yang tersedia untuk investasinya, sehingga akan menurunkan penggunaan dana lewat utang.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian ini bersandar pada beberapa alur riset, yang secara simultan memodelkan hubungan antara kepemilikan manajerial, pengambilan risiko, kebijakan utang dan kebijakan dividen. Penelitian ini berfokus pada hubungan antara nilai perusahaan, kepemilikan manajerial dan kebijakan utang perusahaan, karenanya analisis penelitian ini lebih menitik beratkan pada suatu pemahaman mengenai hubungan hubungan keagenan.

Hasil penelitian dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sample penelitian dengan tahun observasi mulai tahun 1999-2002 secara umum mendukung hipotesis penelitian Chen dan Steiner (2000). Secara rinci hasil tersebut adalah sebagai berikut:

Hasil analisis menunjukkan terdapat hubungan non linier antara nilai perusahaan (Q) dengan kepemilikan manajerial (LMOWN) walaupun lemah. Disimpulkan pula dari hasil penelitian bahwa LMOWN pada level level yang rendah, merupakan determinan positif dari Q, Hal ini konsisten dengan pendapat bahwa kepemilikan manajerial memecahkan konflik antara *equity holder external* dan para manajer dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan LMOWN pada pada level yang tinggi merupakan determinan negatif dari nilai perusahaan. Penelitian ini juga menghasilkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa *nilai perusahaan (Q)* berhubungan negatif dengan rasio utang(LDEBT), ditolak. Hubungan antara DEBT dengan LMOWN berhubungan negatif dan tidak signifikan begitu juga sebaliknya. Sedangkan hubungan DEBT dengan Q adalah negatif dan signifikan, begitu juga sebaliknya antara Q dengan DEBT signifikan dan berhubungan negatif.

Keterbatasan Penelitian dan Saran

1. Dilihat dari adjusted R square dari persamaan risiko dan persamaan dividen dianggap kecil yaitu 5.5 % untuk persamaan kepemilikan manajerial (LMOWN) dan 7.5 % untuk persamaan nilai perusahaan (Q), sehingga untuk penelitian lebih lanjut dapat menaikkan nilai dari *Adjusted R Square* nya, misalnya dengan menambah variabel eksogen yang sesuai dengan teori nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial. Misalnya menambah variabel R&D, Risiko perusahaan (standart defiasi saham) untuk persamaan nilai perusahaan. Sedangkan untuk persamaan kepemilikan manajerial perlu ditambahkan *Institutional Ownership, analys coverage*.
2. Sample yang digunakan dalam penelitian ini hanya perusahaan manufaktur saja, sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi pada perusahaan selain industri manufaktur.

3. Untuk penelitian berikutnya diharapkan dapat mengkaji dari teori selain *agency theory*, misalnya memakai *theory stewardship*.

DAFTAR PUSTAKA

- Ardi, 2000, "Analisa Hubungan Simultan antara managerial ownership, debt dan dividend dari perspective agency theory", Unpublished . Gajah Mada University.
- Bathala. C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao 1994. Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holding : an agency perspective, *Financial Management* 23, 38-50.
- Bitner, Larry N and RC. Dolan, 1996, Assessing the Relationship Between Income Smoothing and Value of the Firm , *Quarterly Journal Business and Economics*, Vol 35., No 1, pp 16-35
- Carlson, Steven J. and Bathala Chenchuramaiah T, 1997, Ownership Differences and Firm's Income Smoothing Behaviour, *Journal of Business & Accounting*, 24 (2), March, pp 179-196
- Crutchley Claire and Robert S. Hansen, 1989. A test of agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends, *Financial management* 18, 36-46.
- Carl R. Chen and Thomas L. Steiner 1999. "Managerial ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy," *The Financial Review* 34 (1999) 119-136
- Carl R. Chen and Thomas L. Steiner 2000. "Tobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage, a nonlinear Simultaneous Equations Model," *The Journal of Economics and Business* 2000; 52: 365 - 382
- Demsetz, Harold and Kenneth Lehn, 1985. The structure of corporate ownership causes and consequences, *Journal of political economy* 93, 1155-1177.
- Friend. I. And L.H.P. Lang, 1988. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure , *Journal of finance* 43, 271-282.
- Green. W. H., 2000, *Econometric Analysis*. (Prentice Hall, New Jersey).
- Gunoro Nupikso, "Analisis Simultan dalam mengkaji hubungan antara insider ownership, kebijakan debt dan dividend perusahaan", *Unpublished . Gajah Mada University*.

- Ilmainir, 1993, Perataan laba dan faktor faktor pendorong pada perusahaan publik di Indonesia, Tesis S2, *Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada, Jogjakarta.*
- Iturriaga, Felix J. Lopez and Sanz, Juan Antonio Rodriguez 2000, Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: a Spanish Firms Simultaneous Equation Analysis, *Direccion General de Ensenanza Superior e Investigacion Cientifica*
- Jensen M. and W. Mecling ,1976, “ Theory of the firm : Managerial behavior agency, and ownership structure,” *Journal of Financial Economics*, 305-360
- Kelejian, H. 1971, Two-stage least squares and econometric system linear in parameters but nonlinear in the endogenous variables, *Journal of American Statistical Association* 66, 373-374.
- Lang, L. and Stulz, R., 1994, Tobin’s Q, Corporate Diversification, and Firm Performance, *Journal of Political Economy*, 102(6), pp. 1248-1280
- Leland, H., and D. Pyle, 1977, “ Informational Asymetries, financial structure, and financial intermediation,” *Journal of Finance*, 32, 371-388
- Makaryanawati, 2002, Pengaruh Perataan Laba dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan, *Tesis S2 Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada, Jogjakarta*
- McConnell, John J and Henri Sarvaes,1990, Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial economics* 27, 595-612.
- Morris, Richard D., 1987, Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice, *Accounting and Business Research, Vol 18, No.69, pp. 47-56*
- Myers, S, and N.M. Majluf, 1984 ” Corporate Financing and Investment Decitions when Firms have Information that Investors D Not Have,” *Journal of Finance*, 39, 187-221
- Ross, S., 1997, The Determinations of Financial Structure: The incentive Signalling Approach, *Bell Journal of Economics, No 8 Spring,pp 23-40*
- Salno, Hanna Meilani dan Zaki Baridwan, 2000, Analisa Perataan Laba (*Income Smoothing*) : Faktor faktor yang mempengaruhi dan kaitannya dengan kinerja saham perusahaan publik di Indonesia, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol 3 No.1 Januari 2000*
- Turiyasingura (2000) “ Substitutability of agency conflict control mechanisms : A Simultaneous equation analysis of insider ownership, debt dan dividend policies, *Tesis S2 Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada, Jogjakarta*

Wahidahwati (2001), “ Pengaruh kepemilikan managerial dan kepemilikan institutional pada kebijakan hutang perusahaan : Sebuah perspektive theory agency”
Simposium nasional Akuntansi IV.

Zuhroh, D., 1996, Faktor faktor yang berpengaruh pada tindakan perataan laba pada perusahaan Go Public di Indonesia, *Tesis S2 Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada, Jogjakarta*