

Pengaruh Struktur Pemegang Saham terhadap Struktur Modal Perusahaan

Taufik Ariyanto

Abstrak. Pemegang saham dalam periode normal dan krisis mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal (nilai) dengan tingkat signifikansi yang berbeda-beda. Kesimpulan ini diperoleh dari hasil penelitian — yang menggunakan data sekunder dengan model semilog probabilitas regresi — yang dilakukan dari empat puluh perusahaan sampel dalam kurun waktu penelitian 1998-1998. Seandainya diabaikan pengaruh struktur modal, maka tidak mungkin pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Sementara di lain pihak, faktor-faktor seperti ukuran perusahaan, profitabilitas, dan kebijakan investasi tetap signifikan terhadap struktur modal perusahaan baik dalam periode krisis maupun normal.

Latar Belakang

Pemegang saham dari sebuah perusahaan punya kepentingan meningkatkan kesejahteraan mereka. Berdasarkan teori struktur modal dan teori keagenan (*agency theory*), pemegang saham akan selalu mempengaruhi manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan (*maximized value of the firm*) melalui cara-cara tertentu agar mencapai tingkat utang yang mendekati optimal, yang selanjutnya akan memberikan nilai maksimal buat perusahaan yang juga berarti kesejahteraan maksimal bagi pemegang saham.

Studi Literatur

Beberapa teori tentang struktur modal yang sering dibahas, antara lain Dalil Modigliani Miller, Static Trade Off, dan Pecking Order. Dalil Modigliani Miller (MM) menyebutkan bahwa tidak ada pengaruh dari tingkat pengungkit modal (*leverage*) terhadap nilai perusahaan. Dalil ini kemudian dikoreksi, karena dengan adanya unsur *interest tax shield* maka nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan bertambahnya penggunaan utang (Brealey & Myers, 1995). Sementara, Dalil MM kedua mengatakan kalau nilai harapan dari tingkat pengembalian hasil terhadap modal (*return on equity/ROE*) akan bertambah seiring meningkatnya rasio antara utang terhadap modal (*debt to equity ratio/DER*). Kenaikan ekspektasi ROE ini akibat dari meningkatnya risiko

finansial karena penambahan utang (kenaikan DER).

Walau Dalil MM secara keseluruhan sangat berperan dan menjadi dasar teori struktur modal, banyak ilmuwan yang mempertanyakan relevansi dalil itu. Kelemahan Dalil MM I terletak pada asumsi dasar dalil itu sendiri, yang memiliki asumsi kalau tingkat utang tidak berhubungan dengan aliran kas (*cash flow*) perusahaan. Kelemahan ini disadari pula oleh Modigliani – Miller yang kemudian menyebutkan bahwa asumsi pasar yang efisien merupakan dasar dari dalil-dalil tersebut.

Konsep Static Trade Off merupakan penjabaran lebih lanjut dari Dalil MM I. Konsep itu mengatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat seiring dengan peningkatan penggunaan *leverage* (akibat *interest tax shield*) sampai pada suatu titik ketika ekspektasi ongkos tekanan finansial (*cost of financial distress*) atau ongkos kebangkrutan (*bankruptcy cost*) lebih besar ketimbang efek *interest tax shield*, sehingga mengurangi nilai perusahaan (Brealey & Myers). Implikasi teori Static ini adalah adanya tingkat utang yang optimal ketika efek *interest tax shield* mencapai jumlah yang maksimal terhadap ekspektasi *cost of financial distress*. Pada titik ini nilai perusahaan akan mencapai tingkat optimal pula, dan sebaliknya ketika pergeseran telah melewati titik ini justru akan mengurangi nilai perusahaan.

Di dalam teori Pecking Order (Brealey & Myer) terdapat urutan prioritas berkaitan dengan aktivitas pendanaan perusahaan. Perusahaan lebih mengutamakan sumber-sumber dana internal terlebih

dahulu (laba ditahan/*retained earning*) sebelum menggunakan sumber eksternal yaitu utang dan ekuitas (pasar modal).

Konsep Agency Theory yang dikembangkan oleh Jensen & Meckling (1976), Fama (1980) dan Myers (1977), ternyata bisa memberikan perspektif lain mengenai struktur modal. Dengan mengategorikan pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan, yaitu manajemen, pemegang saham dan kreditor, ternyata terdapat interaksi antarpihak yang berkepentingan dalam suatu perusahaan. Asumsinya, masing-masing pihak mempunyai kepentingan sendiri dan kemampuan untuk menyamakan kepentingan yang berbeda-beda, yang selanjutnya akan menentukan kesuksesan perusahaan. Bila dihubungkan dengan konsep struktur modal, menurut Jensen & Meckling, penggunaan instrumen utang dan ekuitas akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*) —untuk masing masing instrumen. Sudah menjadi tugas manajemen untuk menentukan komposisi yang seimbang antara utang dan ekuitas sehingga total biaya keagenan paling minimal. Pada titik keseimbangan itulah nilai perusahaan akan mencapai titik maksimal. Selain itu, manajemen juga harus berusaha meminimalisasi kemungkinan terjadinya konflik antarpihak yang berkepentingan dalam perusahaan. Karena, bila terjadi konflik atau perbedaan pandangan (kepentingan) antarpihak yang terlibat dalam perusahaan, maka konflik ini justru meningkatkan *agency cost* (biaya yang dikeluarkan prinsipal untuk mengawasi kerja agen). Menurut Emery (1997), berdasarkan konsep pasar tak sempurna tentang struktur modal bahwa semakin besar utang maka makin besar pula *agency cost*, yang akhirnya akan mengurangi nilai perusahaan —meski masih ada faktor *agency cost of equity* yang juga harus diperhitungkan (Jensen & Meckling).

Beberapa hasil penelitian tentang struktur modal, misalnya Johnson (1998), menyimpulkan bahwa sumber utang merupakan elemen penting dari penentuan struktur modal. Johnson juga menemukan hubungan yang positif antara *leverage* dengan utang bank dan adanya informasi asimetris menyebabkan L^* tidak akan pernah tercapai. Studi lain mengenai topik yang berkaitan juga dilakukan oleh Rahman (1997) yang menyimpulkan bahwa perubahan dalam struktur modal mempunyai pengaruh yang berbeda terhadap nilai pasar dari perusahaan multinasional dan perusahaan domestik atau lokal. Beberapa penelitian lain yang sangat berkaitan dengan topik struktur modal, antara lain dilakukan oleh Showalter (1999) yang menyimpulkan bahwa penggunaan utang strategis (*strategic debt*) dalam perusahaan manufaktur disesuaikan dengan tingkat permintaan dan fluktuasi biaya. Penelitian oleh Homaifar, Zietz, dan Benkato

(1994) menyimpulkan bahwa dalam jangka panjang ada hubungan yang kuat antara tarif pajak (*tax rate*) dengan rasio *leverage*, dan dalam jangka pendek hubungan itu juga ada tapi tidak signifikan. Faktor lain menurut mereka yang sangat berpengaruh terhadap struktur modal adalah ukuran perusahaan (*firm size*) —memiliki hubungan positif; dan kesempatan tumbuh di masa depan (*future growth opportunities*) —hubungan negatif. Hasil ini sejalan dengan analisa dari Myers yang menyebutkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh aset tak bergerak (*aset in place*) ditambah pertumbuhan di masa depan atau pilihan investasi di masa akan datang (*future investment option*) yang dimiliki perusahaan.

Penelitian sejenis dilakukan oleh Titman & Wessel (1988) yang juga menemukan hubungan negatif dan signifikan antara kemampuan meraih untung (*profitability*) dengan struktur modal. Penemuan yang menarik dari hasil studi Titman & Wessel adalah hubungan yang negatif antara ukuran perusahaan dengan struktur modal, walaupun secara statistik hubungan ini tidak signifikan untuk utang jangka panjang tapi signifikan untuk utang jangka pendek. Faktor-faktor lain seperti *tax shields*, volatilitas dan nilai kolateral (*colateral value*) dari aset juga tidak secara signifikan mempengaruhi struktur modal.

Beberapa studi yang menggunakan pendekatan Agency Theory dalam menganalisa struktur modal, antara lain Zhang (1998) yang menyimpulkan adanya hubungan erat antara struktur kepemilikan dengan struktur modal. Zhang sangat menganjurkan penggunaan utang berisiko (*risky debt*) —yang secara empiris bisa membantu mencapai struktur modal yang seimbang (ekuilibrium). Studi yang dilakukan Mahmoud, Perry, dan Rimbey (1998) lebih lengkap lagi ketika menganalisis pengaruh struktur modal dengan struktur kepemilikan. Dari hasil penelitian dengan menggunakan analisis silang deret waktu (*time series cross sectional analysis*) terhadap kurang lebih 300 perusahaan diperoleh kesimpulan: adanya pengaruh signifikan antara struktur kepemilikan, profitabilitas, ukuran, dan variabel *agency theory*, dengan struktur modal. Penelitian dengan topik terkait juga dilakukan oleh Crutchley & Hansen (1989) yang menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) dan *leverage*. Kesimpulan mereka bahwa faktor-faktor yang berpengaruh secara positif terhadap *managerial ownership* adalah keberagaman (*diversity*), gejolak pendapatan (*earnig volatility*), keuntungan saham dan ukuran. Sedangkan, faktor yang mempengaruhi *leverage* adalah *diversity* (negatif), *earning volatility* (negatif), keuntungan saham (positif), keunikan aset atau *aset uniqueness* (negatif) dan ukuran perusahaan (positif). Sementara, Friend & Lang (1988) menyimpulkan bahwa

kepemilikan saham oleh manajer berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Selain itu, mereka juga menyimpulkan kalau keberadaan pemegang saham selain manajer tapi mayoritas ternyata bisa menyelaraskan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Buktinya, perusahaan dengan pemegang saham dominan yang tak merangkap sebagai manajer memiliki rasio utang yang lebih tinggi ketimbang perusahaan tanpa pemegang saham utama. Hasil ini bertentangan dengan penelitian oleh Berger, Ofek dan Yermack (1997) yang ternyata menemukan hubungan positif antara kepemilikan saham oleh manajer dengan *leverage*, sedangkan masa kerja manajer berhubungan negatif dengan *leverage*. Hasil ini sesuai dengan anggapan para peneliti tersebut bahwa para manajer menggunakan *leverage* untuk meningkatkan kekuatan hak suara (*voting power*) atas saham yang mereka miliki.

Berbagai penelitian tadi menegaskan lagi bahwa konsep *agency theory*, ditinjau dari distribusi kepemilikan, adalah faktor yang harus diikutsertakan dalam analisa struktur modal. Kesimpulan ini sejalan dengan prinsip *agency theory*, yang menganjurkan para manajer menyeimbangkan biaya keagenan dari utang dengan biaya keagenan dari ekuitas. Penyeimbangan ini bertujuan meminimalkan pengaruh atau dampak dari biaya keagenan utang dan modal terhadap nilai perusahaan.

Penelitian lain, khususnya berkaitan dengan struktur kepemilikan di kawasan Asia, telah dilakukan antara lain oleh Prowse (1992) yang meneliti struktur kepemilikan di perusahaan-perusahaan Jepang. Prowse mengindikasikan perusahaan *keiretsu* —yang didominasi kepemilikannya oleh perusahaan-perusahaan finansial— ternyata tidak secara signifikan mempengaruhi manajemen perusahaan. Karena kebanyakan pemilik saham tersebut adalah mitra bisnis atau kreditor perusahaan yang bersangkutan. Jadi, bentuk pengawasan tidak dilakukan langsung oleh pemegang saham mayoritas tapi melalui kontrak-kontrak yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dengan partner partner bisnis mereka yang notabene juga merangkap pemilik. Struktur kepemilikan antara *keiretsu* dengan perusahaan non *keiretsu* juga ditemukan tidak mempengaruhi profitabilitas secara signifikan. Tentunya bentuk pengawasan terhadap manajemen dari perusahaan *keiretsu* sedikit lebih ketat dibanding perusahaan non *keiretsu*.

Di Indonesia, penelitian tentang struktur modal dilakukan, antara lain oleh Ang, Fatemi dan Tourani Rad (1997). Mereka menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mempunyai akses yang bagus ke pasar uang dan pasar modal dengan komponen utang jangka menengah (1-5 tahun) sebagai instrumen yang paling banyak dipilih. Hasil ini sesuai dengan

prinsip *shortening debt maturity* yang disebutkan oleh Myers. Mereka juga menemukan adanya hubungan signifikan antara pajak dan risiko *insolvency* terhadap struktur modal. Faktor-faktor lain yang diteliti, seperti: ukuran, masalah keagenan potensial, sumber dana asing, dan nilai kolateral aset ternyata tidak secara signifikan mempengaruhi struktur modal. Penelitian yang terkait dengan struktur modal dilakukan oleh Sulastri (1994) yang juga menyimpulkan bahwa keputusan struktur modal dalam 11 perusahaan konstruksi di Surabaya ternyata tidak berpengaruh secara signifikan terhadap laba setelah pajak. Sementara, hasil penelitian Agnes (1995) menyebutkan adanya pengaruh yang signifikan antara tingkat pengembalian hasil terhadap investasi (*return on investment/ROI*) dan *leverage* terhadap ROE. Hasil studi lainnya dilakukan oleh Indrawati (1997) yang mencoba membandingkan struktur modal dari 81 perusahaan yang tercatat (*listed*) di Bursa Efek Jakarta. Dengan menggunakan DER dan DAR sebagai *proxy* dari struktur modal, hasil yang diperoleh ternyata tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan secara statistik dalam struktur modal perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel penelitian.

Definisi Variabel dan Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel dan *proxy*-nya, sebagai berikut:

- Variabel *dummy* yang didefinisikan dengan angka 1 untuk perusahaan semi profesional dan 0 untuk perusahaan profesional. Perusahaan semi profesional adalah perusahaan dengan manajemen yang memiliki sejumlah saham perusahaan dalam proporsi yang relatif sama atau ada keterkaitan antara manajemen dengan pemegang saham (berupa ikatan keluarga). Sedangkan, perusahaan profesional adalah perusahaan dengan manajemen yang tidak mempunyai saham perusahaan tersebut dan tidak ditemukan keterkaitan antara pemegang saham dengan manajemen. Berdasarkan temuan penelitian (Friend dan Lang, serta Mahmoud, Perry dan Rimbey) maka perusahaan semi profesional seharusnya memiliki tingkat utang yang relatif lebih rendah dibanding perusahaan profesional. Karena itu, variabel *dummy* diharapkan mempunyai tanda yang negatif.
- Struktur pemegang saham. Prinsip dasar bagi pemegang saham adalah berusaha mempengaruhi manajemen agar memaksimalkan nilai perusahaan. Bila dihubungkan dengan struktur modal, maka pemegang saham bisa mempengaruhi manajemen untuk mencapai nilai maksimum perusahaan

melalui penerapan struktur modal yang optimal (Brealey & Myer, dan Emery). Nilai perusahaan akan naik seiring dengan bertambahnya utang (MM I), akibat efek *interest tax shield* dari utang. Sesuai dengan konsep Static Trade off, maka —setelah melewati titik optimum utang— penambahan utang akan mempunyai efek negatif terhadap nilai perusahaan (karena meningkatnya *expected bankruptcy cost/financial distress* dan *agency cost*). Meskipun, besarnya efek *interest tax shield* masih diperdebatkan begitu juga dengan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Menurut Emery, adanya pajak perusahaan dan pajak perorangan yang tarifnya berbeda akan menghapus atau mengurangi efek *interest tax shield*. Efek itu sama sekali akan terhapus bila persamaan berikut ini terpenuhi:

$$(1 - T_d) = (1 - T_e)(1 - T)$$

Yakni, ketika T_d , T_e dan T adalah pajak buat kreditor, pajak buat pemegang saham dan pajak buat perusahaan. Bila persamaan di atas tidak terpenuhi, maka —dibuktikan oleh Emery— efek pajak personal akan mengurangi efek dari *interest tax shield* secara keseluruhan. Dengan begitu, keuntungan bersih dari *leverage* juga relatif kecil. Selain itu, Myer pun menunjukkan semakin banyak utang maka semakin banyak pula persyaratan dan batasan-batasan dari kreditor yang harus dipenuhi manajemen. Akibatnya, manajemen perusahaan menjadi kurang fleksibel dalam kegiatan sehari-hari, dan karena banyaknya pembatasan tersebut perusahaan mungkin melewatkan peluang investasi yang bagus (NPV positif). Pada akhirnya, nilai perusahaan akan menurun karena banyaknya pembatasan tersebut. Berdasarkan konsep Static Trade off, apabila tingkat utang perusahaan masih berada di bawah titik optimal, pemegang saham akan menekan manajemen untuk meningkatkan utang perusahaan (efek positif). Sebaliknya, bila tingkat utang perusahaan sudah melewati titik optimal, maka pemegang saham akan menekan manajemen untuk mengurangi tingkat utangnya (efek negatif). Semua ini dilakukan agar memperoleh nilai perusahaan yang maksimal.

Berdasarkan penelitian-penelitian tentang pengaruh pemegang saham terhadap tingkat utang perusahaan, struktur pemegang saham mempunyai pengaruh yang negatif terhadap tingkat utang perusahaan (Friend dan Lang; Mahmoud, Perry dan Rimbey; serta Guochang, 1998). Ini membuktikan secara empiris bahwa faktor biaya keagenan, risiko finansial, dan perkiraan biaya tekanan finansial, lebih besar ketimbang faktor *tax shield*. Dengan demikian, penulis mempunyai hipotesa bahwa struktur pemegang saham (proporsi dan lembar saham sebagai *proxy*) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap tingkat utang perusahaan.

Dengan asumsi bahwa 1 lembar saham memiliki 1 hak suara, maka struktur pemegang saham dalam penelitian ini dibagi menjadi dua, yaitu:

- Pemegang saham mayoritas, dan
- Pemegang saham publik.

Pemegang saham mayoritas (proporsi di atas 5%) memiliki hak suara yang lebih kuat untuk masing-masing individu ketimbang pemegang saham publik, karena menguasai jumlah saham yang relatif lebih banyak. Selain hak suara, pemegang saham mayoritas juga mempunyai keuntungan lain yakni bisa menguasai atau mengontrol dewan komisaris —salah satu fungsinya adalah mengawasi dewan direksi secara langsung dalam kegiatan sehari-hari. *Proxy* dari pemegang saham mayoritas adalah proporsi dari saham yang dikuasai oleh pemegang saham (>5%) terhadap total saham yang beredar atau disetorkan. Pemilihan *proxy* ini merupakan gabungan dari metode penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Friend & Lang, dengan Mahmoud, Perry dan Rimbey. Makin besar proporsi pemegang saham mayoritas, maka makin kuat pula pengaruhnya terhadap manajemen perusahaan dalam menetapkan tingkat utang.

Di sisi lain, pemegang saham publik —secara per individu— tidak mempunyai hak suara yang signifikan untuk mempengaruhi manajemen atau menempatkan perwakilannya di dewan komisaris. Biasanya terjadi koalisi antara pemegang saham publik satu dengan lainnya. Bila terjadi koalisi, maka hak suara yang berhasil dikumpulkan akan mempunyai kekuatan yang relatif signifikan. Perbedaannya dengan pemegang saham mayoritas adalah ketika melakukan koalisi antara pemegang saham publik maka masing-masing individu harus mengeluarkan biaya (biaya penggalangan koalisi). Sehingga —apabila dikaitkan dengan prinsip untung-rugi— koalisi akan terjadi kalau keuntungan yang timbul lebih besar ketimbang biaya yang harus dikeluarkan. Implikasinya, bila pemegang saham publik pengaruhnya signifikan terhadap tingkat utang perusahaan, berarti telah terjadi koalisi antarpemegang saham publik untuk mempengaruhi manajemen dalam menentukan tingkat utang. Dengan demikian isu mengenai tingkat utang perusahaan telah menjadi isu penting bagi individu-individu pemegang saham publik. Makin banyak kepemilikan saham publik, maka makin tersebar kepemilikan saham yang akan meningkatkan ongkos *monitoring* (Jensen & Meckling; dan Mahmoud, Perry dan Rimbey). Karena itu, kekuatan fungsi pengawasan publik makin besar untuk mempengaruhi manajemen berkaitan dengan isu kebijakan utang perusahaan. Variabel pemegang saham publik diukur dengan jumlah saham yang dikuasai publik (<5%) yang ditransformasi ke dalam bentuk logaritma natural sebagai *proxy*. Pemilihan jumlah

saham yang dikuasai publik sebagai *proxy* merupakan gabungan dari metode pada penelitian sebelumnya, yang dilakukan oleh Mahmoud, Perry dan Rimbey, serta Prowse (1992).

Jumlah *net sales* untuk *proxy* terhadap ukuran perusahaan. Secara teoritis, besar kecilnya perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Karena, semakin besar perusahaan maka semakin besar pula kesempatan melakukan investasi dan memperoleh akses ke sumber dana. Untuk penyelarasan maka variabel ini ditransformasi ke dalam bentuk logaritma natural (Mahmoud, Perry dan Rimbey; dan Titman & Wessel).

Rasio pendapatan operasional terhadap total aset untuk *proxy* terhadap profitabilitas. Secara teoritis, rasio ini mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Alasannya, seperti dijabarkan dalam teori Pecking Order bahwa perusahaan lebih menyukai penggalangan dana dari sumber internal ketimbang eksternal (Titman & Wessel; Mahmoud, Perry dan Rimbey; serta Friend & Lang).

Kebijakan investasi barang modal akan meningkatkan penggunaan utang (Blazenko, 1987). Argumen tentang ini, pertama adalah perusahaan mengambil investasi yang bagus sehingga nilai pasar dari utang akan meningkat (Blazenko). Argumen kedua terkait dengan Pecking Order, yaitu perusahaan tidak akan menggunakan dana internal karena sifat dari investasi barang modal yang jangka panjang. Penggunaan dana internal akan menyalahi prinsip *maturity matching* (Emery), selain akan menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan likuiditas jangka pendek dan pemenuhan kebutuhan modal kerja. Penggunaan ekuitas (melalui *right issue*, atau lainnya) akan memberikan efek negatif terhadap pemegang saham karena efek dilusi saham. Dengan begitu, hanya komponen utang yang paling layak (*feasible*) untuk membiayai investasi barang modal. Selain itu secara teori, penggunaan utang akan memberikan efek positif di pasar modal, karena mengindikasikan perusahaan tersebut mempunyai kesempatan investasi yang menguntungkan dalam jangka panjang. Variabel ini diukur dengan menggunakan rasio aset tetap terhadap modal sendiri (*fixed asset / equity*) sebagai *proxy*. Menurut Bernstein & Wild (1997) rasio ini menunjukkan proporsi dari aset tetap yang dibiayai oleh ekuitas perusahaan (*asset coverage ratio*). Makin besar rasio ini maka makin kecil komponen dari *fixed asset* yang dibiayai dengan ekuitas. Bila rasio ini melewati nilai 1, artinya perusahaan menggunakan utang untuk membiayai sebagian investasi dalam aset tetap. Makin besar rasio tersebut maka makin besar pula proporsi pembiayaan aset tetap oleh utang dibanding ekuitas.

Dividend payout ratio yang merupakan *proxy* dari *dividen policy*. Secara teoritis, *dividen payout ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal karena

makin besar *payout ratio* —bila perusahaan melakukan aktivitas-aktivitas *equity offering*, makin diminati saham tersebut oleh publik. Sehingga perusahaan tersebut akan makin terikat dengan peraturan-peraturan otoritas pasar modal yang bertujuan melindungi kepentingan investor. Dengan kata lain, tingginya tingkat *dividen* akan menyebabkan bertambahnya jumlah pemegang saham dan semakin banyaknya peraturan publik yang harus dipenuhi oleh perusahaan itu (Crutchley & Hansen, 1989). Kondisi ini menambah biaya *monitoring* yang akan memaksa manajemen mengimplementasikan kebijakan utang yang konservatif (Mahmoud & Perry, 1998). Hubungan negatif antara *dividen* POR dengan rasio *leverage* juga bisa disebabkan oleh adanya pembatasan tentang pembagian *dividen* dalam perjanjian utang. Bentuk perjanjian ini wajar karena pembagian *dividen* akan merugikan kesejahteraan para kreditor dan menguntungkan pemegang saham.

Sedangkan, sebagai variabel terikat (*dependent variable*) digunakan rasio *leverage* sebagai *proxy* dari struktur modal. *Leverage ratio* diperoleh melalui rumus total utang dibagi total aset (Berger, Ofek dan Yermack, 1997).

Model yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *multiple regression model*. Rasio *leverage* merupakan *dependent variable*, sementara sebagai *independent variable* adalah pemegang saham mayoritas, pemegang saham publik, ukuran perusahaan, profitabilitas, rasio *fixed asset* terhadap *equity* dan *dividen payout ratio*.

Secara lengkap model *multiple regression* adalah sebagai berikut:

$$\text{Struktur Modal (L)} = a + b1_x \text{ Dummy} + b2_x \text{ (MJRSH)} + b3_x \text{ (PBSH)} + b4_x \text{ (Net sales)} + b5_x \text{ (profitability)} + b6_x \text{ (FA/E)} + b7_x \text{ (Dividen)} + \epsilon$$

Dummy	= 1 perusahaan semi profesional, 0 perusahaan profesional
MJRSH	= <u>Jumlah lembar saham yang dikuasai oleh pemegang saham (>5%)</u> Jumlah lembar saham yang beredar atau sudah disetorkan
PBSH	= Jumlah lembar saham yang dikuasai oleh pemegang saham (<5%)
Size	= Net sales atau Revenue
Profitability	= Operating income/total asset
FA/E	= Total fixed asset / total equity
Dividen	= Dividen POR (cash dividen/EPS)
L	= Total Debt/Total Asset

Semua variabel adalah nilai rata-rata dari periode 1990-1996 dan periode 1997-1998 untuk masing-masing perusahaan (*cross sectional*). Pemisahan kurun waktu antara 1990-1996 dengan 1997-1998 adalah untuk

Tabel 1.
Nilai rata-rata variabel pada periode 1990-1996 dan 1997-1998

	1990-1996	1997-1998	Uji signifikan		
	Mean	Mean	F value	Z Score	Z tabel
MjSH	0,72025	0,69525	0,025	0,003956	+/- 1,96
PbSH	16,38989	17,343196	-0,9533	-9,788**	+/- 1,96
Size	25,47975	26,46374	-0,98399	-11,1989**	+/- 1,96
Profit	0,1099125	0,124812	-0,0149	-0,9932	+/- 1,96
FA/E	0,838313	2,27675	-1,43844	-2,0833**	+/- 1,96
POR	0,479519	0,187725	0,2918	3,317**	+/- 1,96
Lev	0,4174975	0,57625	-0,15875	-5,76**	+/- 1,96

Sumber : Hasil pengolahan data.

** Signifikan pada alpha 0,05

memisahkan pengaruh krisis ekonomi yang melanda Indonesia pertengahan 1997. Dengan demikian, periode 1990-1996 mewakili periode normal dan periode 1997-1998 mewakili periode krisis ekonomi. Untuk variabel PSH dan Size, digunakan transformasi *natural logarithm* untuk kepentingan penyesuaian dengan variabel lain (Titman & Wessel; dan Mahmoud, Perry dan Rimbey). Dengan demikian model pengujian adalah semi log model. Sumber data diperoleh dari laporan keuangan atau laporan tahunan perusahaan periode 1990-1998 dan Indonesian Capital Market Directory periode 1991-1999.

Hasil Penelitian

Statistik Deskriptif

Berikut adalah statistik deskriptif dari data yang berhasil dikumpulkan. Metode uji beda dua *mean* (nilai rata-rata) untuk variabel dependen digunakan untuk membandingkan *mean* antara dua periode, yaitu: periode 1990-1996 dengan periode 1997-1998. (lihat tabel 1)

Berdasarkan perhitungan uji beda *mean*, diketahui ada lima variabel mengalami perubahan yang signifikan dalam dua periode. Mereka adalah PSH, Size, FA/E, POR dan *Leverage ratio*. Di lain pihak, dua variabel yang tidak mengalami perubahan signifikan dalam dua periode adalah MJRSH dan *Profit*. Dengan demikian, melalui statistik deskriptif bisa diperoleh justifikasi untuk memisahkan kelompok data ke dalam dua periode, yaitu: periode normal dan periode krisis.

Hasil Regresi

Perhitungan *Ordinary Least Squares* (OLS) periode 1990-1996 menunjukkan gejala heterokedastisitas yang menurut Spearman Rank Correlation Test disebabkan oleh *dummy variable*. Untuk mengatasi gejala tersebut

Tabel 2.
Hasil regresi

	1990-1996 (WLS)	1997-1998 (OLS)
	Coefficients	Coefficients
Intercept	-0,714 **	0,228
Dummy SH	-0,0127	-0,0977
Majority SH	-0,226	-0,508***
Public SH	-0,0743*	-0,573***
Size	0,0989*	0,07245**
Profitability	-0,974*	-1,333*
FA/E	0,165*	0,0178**
Deviden POR	-0,0645	-0,136
Adj R Square	0,64	0,396
F Rasio	10,911	4,656

Sumber : Hasil pengolahan data.

* Signifikan pada alpha 0,01
** Signifikan pada alpha 0,05
*** Signifikan pada alpha 0,10

akan digunakan metode *Weighted Least Square* (WLS) dengan fungsi $(\text{Exp}(a; \text{Dummy})^{1/2})$ sebagai pembobot. Pembobot tersebut adalah *proxy* dari standar deviasi dari nilai *error* untuk masing-masing observasi (Judge et al, 1983). Nilai dari pembobot diperoleh melalui model sebagai berikut :

$$\ln e^2 = \text{Dummy } \alpha + vt$$

Keterangan:

e = Nilai residual dari masing masing observasi

Dummy = Variabel independen yang menyebabkan

- α = hetrokedastisitas
 = Vektor koefisien termasuk konstanta yang dikurangi 1,2704 (untuk mengatasi bias dari nilai V_t (Judge, *et al.*, 1983))
- V_t = Residual value

Asumsi dasar dari model tersebut adalah bahwa standar deviasi dari *error* merupakan fungsi eksponensial dari variabel independen yang menyebabkan hetrokedastisitas. Penggunaan nilai dalam *natural logarithm* juga berguna untuk memastikan bahwa nilai yang dihasilkan model selalu positif karena nilai varian tidak boleh negatif (Ramanathan, 1980). Sementara, perhitungan OLS kelompok data periode 1997-1998 tidak menunjukkan adanya gejala hetrokedastisitas.

Hasil WLS periode 1990-1996 dan hasil OLS 1997-1998 relatif bebas dari gangguan untuk memenuhi kriteria BLUE (Judge *et al.*, 1983). Melalui pengujian Normal P-Plot dan Histogram residual, nilai residual dari dua regresi dinyatakan mendekati distribusi normal. Juga tidak ditemukan gejala multikolinearitas yang serius dan melalui nilai DW bisa disimpulkan bahwa model sudah dispesifikasikan dengan benar. Selain itu, kedua model juga secara statistik signifikan pada alpha 0,05 (nilai F rasio besar).

Untuk model WLS periode 1990-1996, semua koefisien memiliki tanda yang sesuai dengan teori atau hipotesa yang diharapkan. Variabel independen yang tidak signifikan secara statistik adalah *dummy variable*, MJRSH dan Deviden POR. Sedangkan, variabel independen yang signifikan adalah PBSH, Size, Profitability dan FA/E.

Pada model OLS periode 1997-1998, semua koefisien juga memiliki tanda yang sesuai dengan teori atau hipotesa yang diharapkan. Variabel independen yang tidak signifikan adalah *dummy variable*, MJRSH, PBSH dan Deviden POR. Variabel independen yang signifikan

adalah Size, Profitability dan FA/E.

Tak signifikannya variabel Dummy, MJRSH dan Deviden POR pada periode 1990-1996 diduga disebabkan oleh adanya keterkaitan langsung para pemegang saham mayoritas dengan kegiatan operasional maupun investasi perusahaan yang bersangkutan. Sedangkan, tak signifikannya variabel-variabel tersebut ditambah variabel PBSH pada periode 1997-1998 selain disebabkan oleh keterkaitan langsung, juga diduga kuat karena adanya depresiasi nilai tukar rupiah terhadap mata uang kuat dunia (lihat Tabel 3). Akibatnya, nilai Adj. R Square untuk periode 1997-1998 relatif lebih kecil ketimbang periode 1990-1996.

Mengancing ke Tabel 4, tersaji posisi *net liabilities exposed* (proporsi kewajiban bersih perusahaan yang terekspose pada kurs US\$ terhadap total utang perusahaan) dari 15 perusahaan yang bisa diperoleh datanya. Data itu menunjukkan bahwa ke 15 perusahaan sangat rentan posisi struktur modalnya terhadap fluktuasi kurs rupiah. Adanya depresiasi nilai tukar rupiah secara langsung meningkatkan nilai utang perusahaan dan beban bunga yang didenominasi dalam mata uang asing.

Kesimpulan

Dari hasil penelitian bisa disimpulkan bahwa struktur pemegang saham mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal perusahaan. Hasil ini sesuai atau melengkapi penelitian yang telah dilakukan oleh Mahmoud, Perry dan Rimbey; Friend & Lang; serta Prowse. Secara tidak langsung, hasil ini juga mengindikasikan bahwa faktor biaya *agency cost* dan *expected cost of financial distress* relatif lebih besar ketimbang faktor *interest tax shield*, walau masih dibutuhkan riset empiris lebih lanjut untuk membuktikan hal tersebut.

Tabel 3.

Kurs rupiah terhadap beberapa mata uang dunia

	1996	1997	1998	Titik mas
US\$	2.383	4.650	8.025	Juni (14.900)
100 Y	2.058,39	3.578,31	7.000,49	Juni (10.583)
DEM	1.535,98	2.597,77	4.776,93	Juni (8.245)
GBP	4.036,98	7.708,79	13.335,97	Juni (24.842,05)
SCD	1.704,97	2.772,83	4.835,8	Juni (8.716)

Sumber : Laporan Tahunan BI

Tabel 4.
Net exposure perusahaan

Perusahaan	Net Liabilities Exposed / Total Debt (%)
Prima Alloy Steel	0.49
Itamaraya Gold Industries	0.61
Hanjaya Mandala Sampoerna	0.24
Jaya Pari Steel	0.47
Jakarta Int'l Hotel	0.00038
Berlian Laju Tengker	0.15
Indocement Tunggal Perkasa	0.46
Branta Mulia	0.73
Bakrie Sumatra Plantation	0.46
TIFFICO	0.79
Delta Djakarta	0.66
Pan Brother Textile	0.11
Dynaplast	0.35
Tembaga Mulia Semanan	0.19
Ultra Jaya Milk Ind	0.088

Sumber : Diolah sendiri

Variabel lain seperti: faktor Size, Profitability, Dividen Policies dan rasio Fixed Asset/Equity juga memiliki tanda yang sesuai dengan kerangka teori, serta memperkuat atau mendukung penelitian-penelitian sebelumnya, antara lain: Mahmoud, Perry dan Rimbey; Titman & Wessel; Blazenko (1987); Crutchley & Hansen (1989); dan Bernstein & Wild (1997). Perbedaan tingkat signifikansi dengan hasil penelitian lain disebabkan oleh perbedaan karakteristik sampel perusahaan masing-masing penelitian. Hasil penting yang bisa diperoleh adalah faktor fluktuasi kurs rupiah merupakan faktor kunci yang luput dari penelitian ini. Diduga bahwa fluktuasi kurs memainkan peranan penting dalam perubahan struktur modal perusahaan. Selain itu, dibutuhkan *proxy* yang lebih kuat untuk mewakili pengaruh *investment policies* terhadap struktur modal.

Daftar Kepustakaan

- Agnes. *Analisis Leverage dan Kinerja Keuangan Perusahaan Publik di BEJ Tahun 1989-1993*. Thesis. Program Pascasarjana Universitas Indonesia, Jakarta, 1995.
- Ang, James, Ali Fatemi, & Alireza Tourani Rad. "Capital Structure and Dividend Policies of Indonesian Firms," *Pacific Basin Finance Journal*. No. 5, 1997.
- Berger, Phillip G., Eli Ofek, and David L. Yermack. "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision," *Journal of Finance*.

Vol XLVIII, No 14, 1997.

- Bernstein, Leopold A., & John J. Wild. *Financial Statement Analysis*. New York: McGraw-Hill, 1998.
- Blazenko, George W. "Managerial Preference, Asymmetric Information and Financial Structure," *Journal of Finance*. Vol XLII, No. 4, 1987.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, & Alan J. Marcus. *Fundamental of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill, 1995.
- Crutchley, Claire E. & Robert S. Hansen. "A Test of The Agency Theory Of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends," *Financial Management*. 1989.
- Emery, Douglas R. & John D. Finnerty. *Corporate Financial Management*. Prentice Hall: New Jersey, 1997.
- Eisenhardt, Kathleen M. "Agency Theory : An Assessment and Review," *Academy of Management Review*. Vol. 14, No. 1, 1989.
- Fama, Eugene F. "Agency Problems and Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*. Vol. 88, No 21, 1980.
- Friend, Irwin & Larry H.P. Lang. "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure," *Journal of Finance*. Vol. XLIII, No. 2, 1988.
- Gujarati, Damodar. *Basic Econometric*. Singapore: McGraw Hill, 1995.
- Homaifar, Ghassem., Joachim Zietz, & Omar Benkato. "An Empirical Model Of Capital Structure: Some New Evidence," *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 21 (1), 1994.
- Horne, James. & C. Van. *Financial Management and Policy*. 8th Edition. New Jersey: Prentice Hall, 1989.
- Indrawati. *Studi Empiris Struktur Modal pada Perusahaan Go Public di Indonesia*. Thesis. Program Pascasarjana Universitas Indonesia, Jakarta, 1997.
- Jensen, M. & W. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*. Vol 3, 1976.
- Johnson, Shane A. "The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure," *Financial Management*. Vol. 27, 1998.
- Judge, G., G.R. Hill, W. Griffiths, H. Lutkepohl, & T. Lee. *Introduction to the Theory and Practice of Econometrics*. New York: Wiley, 1982.
- Levin, Richard I. And David S. Rubin. *Statistic for management*. 7th edition. New Jersey: Prentice Hall, 1997.
- Moh D, Mahmoud. A, Larry G. Perry and James N. Rimbey. "The Impact of ownership structure on corporate debt policy : a time series cross sectional analysis," *Financial Review*. Vol. 33, 1998.
- Myers, Stewart C. "Determinant of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, 1977.
- Njotowidjojo, Mina Sulastri. *Analisis Pengaruh Struktur Modal terhadap Laba*. Thesis. Program Pascasarjana Universitas Indonesia, Jakarta, 1994.
- Prowse, Stephen D. "The Structure of Corporate Ownership in Japan," *Journal of Finance*. Vol XLVII. No 3, 1992.
- Rahman, Manzur. "Investment Opportunities and Multinationality Evidence from Capital Structure Changes," *Journal of Financial Research*. Vol. 20, 1997.
- Riyanto, Bambang. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Kedua. Yogyakarta: Yayasan Badan Penerbit UGM, 1981.
- Shapiro, Alan C. *Multinational Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall, 1996.
- Showalter, Dean. "Strategic Debt: Evidence in Manufacturing," *International Journal of Industrial Organization*. Vol. 17, 1999.
- Sunder, Shyam. *Theory of Accounting and Control*. Ohio: International Thomson Publishing, 1997.
- Titman, S. & R.Wessels. "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance*. Vol. 43, 1988.
- Zhang, Gouchang. "Ownership, Risk Aversion & The Effect of Financial Structure on Investment Decision," *European Economic Review*. Vol. 42, 1998.
- Zikmund, William G. *Business Research Methods*. 5th edition. Orlando: The Dryden Press, 1997.