

Kebijakan Struktur Modal : Penetapan Bersama Struktur Modal Perusahaan-perusahaan Terbuka Non Keuangan di Indonesia Yang Dikontrol keluarga

Dr. Ir. Sugiarto, M.Sc
Universitas Multimedia Nusantara
Scientia Garden Jl.Boulevard Gading Serpong, Tangerang

Compared to non-family controlled firms, family controlled firms have a stronger desire to maintain control to protect their highly valuable private benefits of control and firm-specific human capital. With substantial wealth and human capital at risk, family owners tend to be more risk averse than non-family owners, and also have stronger intention to reduce the prospect of financial distress and bankruptcy. These unique characteristics of family firms potentially make their capital structure decisions different from those of non-family firms. Panel data from 137 publicly listed firms in Indonesia from 1996 to 2005 were used to investigate the impact of family control on capital structure decisions. This study found that the family firm's capital structure follows a pattern which is aligned with Financial distress cost hypothesis (complement). Result indicates that family really put risk as consideration, while non-family firm's capital structure follow a pattern which is aligned with the agency cost hypothesis (substitute). Further analyses using the simultaneous equations system support the argument that family firms in Indonesia use dividend, leverage, debt maturity and leasing interchangeably to reduce financial distress cost, while their non-family counterparts tend to employ capital structure decisions to reduce agency cost

Key words: Family controlled firms, capital structure decisions, agency problem

Pendahuluan

Kajian tentang struktur modal (*capital structure*) mencoba menjelaskan kombinasi sekuritas dan sumber pendanaan yang digunakan perusahaan untuk mendanai investasi riil perusahaan¹. Pada kondisi tidak ada biaya penyesuaian terhadap perubahan struktur modal, struktur modal yang teramati semestinya optimal jika dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Myers, 1984).

¹ Pada hakikatnya, struktur modal yang merupakan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan lebih menggambarkan target komposisi utang dan ekuitas dalam jangka panjang pada suatu perusahaan (Bernstein & Wild, 1998).

Struktur modal pada tiap perusahaan ditetapkan dengan memperhitungkan berbagai aspek. Secara khusus pengaruh struktur kepemilikan dan *corporate control* terhadap struktur modal memperoleh perhatian khusus dengan pertimbangan dalam sistem ekonomi modern, banyak perusahaan yang tidak lagi dikelola oleh pemiliknya melainkan oleh manajer profesional yang diberi kompensasi untuk menjalankan perusahaan sesuai kepentingan pemilik. Kecenderungan semakin banyaknya perusahaan yang terpisah kepemilikan dan manajemennya didokumentasikan oleh Berle & Means (1932). Terpisahnya kepemilikan (*ownership*) dan manajemen (*control*) akan memunculkan masalah, karena kepentingan pemilik dan manajer (pihak yang menerima tugas dan wewenang) tidak selalu sejalan². Dalam teori keagenan (*agency theory*), permasalahan yang muncul karena seorang agen (pihak yang menerima tugas dan wewenang) tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan prinsipal (pihak yang memberikan tugas atau wewenang) dikenal dengan masalah keagenan (*agency problem*). Masalah keagenan³ akan muncul ketika prinsipal menyewa seorang agen untuk mengerjakan suatu pekerjaan, namun agen tidak ikut memperoleh bagian dari apa yang dihasilkannya, di samping karena terdapat *imperfect information* dalam hubungan antara prinsipal dan agen. Tindakan agen yang tidak sesuai dengan keinginan prinsipal dapat muncul dalam berbagai bentuk yang pada umumnya mendilusi laba perusahaan. Asumsi bahwa pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan akan berupaya memaksimalkan

² Berle & Means (1932) menunjukkan inkonsistensi kepentingan antara manajer dan pemegang saham luar dan menekankan pada biaya yang timbul karena konflik kepentingan tersebut.

³ Istilah *principal-agent problem* dikemukakan pertama kali oleh Ross (1973). Masalah ini muncul ketika terdapat informasi asimetri baik berkaitan dengan kegiatan maupun informasi yang dimiliki oleh seorang agen. Informasi asimetri menunjukkan pihak-pihak yang terlibat dalam kontrak tidak memiliki kadar kedalaman informasi yang sama terhadap suatu keadaan. Biasanya dinyatakan pihak luar (*outsider*) kurang memiliki informasi dibandingkan pihak dalam (*insider*). Masalah yang pertama biasa dinamakan *hidden action* sedangkan yang kedua dinamakan *hidden information*. *Hidden action* akan memunculkan *moral hazard* dan *hidden information* akan memunculkan *adverse selection*.

nilai perusahaan ternyata tidak selalu terpenuhi. Manajer memiliki kepentingan pribadi yang sebagian besar tidak sejalan dengan kepentingan pemilik perusahaan.

Teori keuangan seolah mengabaikan bahwa di perusahaan ada manajer. Asumsi yang sering dipakai saat itu adalah perusahaan dikontrol dan dikelola oleh pemiliknya sendiri meskipun sebenarnya beberapa dekade sebelumnya (di Amerika Serikat & Eropa) sudah banyak ditemukan perusahaan-perusahaan besar yang dikelola oleh manajer profesional dan pemiliknya adalah beratus investor dengan kepemilikan yang relatif kecil. Pada kondisi tersebut sangat besar kemungkinan manajer profesional bertindak untuk kepentingannya sendiri. Adanya manajer yang bukan pemilik, memengaruhi karakteristik keputusan penting perusahaan, termasuk di dalamnya keputusan yang terkait dengan kebijakan struktur modal. Menurut perspektif keagenan, keputusan struktur permodalan tidak hanya ditetapkan oleh faktor-faktor internal dan eksternal seperti halnya pajak, *financial distress costs*, maupun kondisi ekonomi makro, tetapi juga oleh nilai-nilai, tujuan, preferensi dan hasrat manajer serta pemegang saham (Brailsford, Oliver, & Pua, 2002). Kebijakan yang diambil terkait dengan struktur modal akan berbeda pada kondisi kepemilikan mayoritas, minoritas, tersebar atau terkonsentrasi.

Keluarga mencerminkan suatu kelas khusus dari pemegang saham besar yang secara potensi memiliki struktur insentif yang unik dan kekuasaan di perusahaan untuk menetapkan keputusan keuangan penting (Anderson, Mansi & Reeb, 2003). Perusahaan keluarga didefinisikan sebagai suatu bentuk perusahaan dengan kepemilikan dan manajemen yang dikelola dan dikontrol oleh pendiri atau anggota keluarganya atau kelompok yang memiliki pertalian keluarga, baik yang tergolong keluarga inti atau perluasannya (baik yang memiliki hubungan darah atau ikatan perkawinan). Pada

perusahaan yang demikian, hasil yang diperoleh perusahaan didistribusikan sedemikian rupa ke pundi-pundi kelompok yang memiliki pertalian keluarga tersebut. Dalam perusahaan keluarga personil-personil tersebut dapat menempati posisi karyawan, direksi, *blockholder*, baik individual maupun membentuk satu kelompok (Villalonga & Amit, 2007; Anderson & Reeb, 2003b).

Beda kepentingan pemegang saham keluarga dengan non keluarga menjadi dasar pembeda bauran struktur modal perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga dengan perusahaan-perusahaan padanannya yang tidak dikontrol keluarga. Pemegang saham keluarga berupaya menggunakan struktur modal yang akan memaksimalkan nilai perusahaan dan kepentingan pribadi, yang meminimumkan ataupun mengurangi risiko kebangkrutan, guna meningkatkan kontrol di perusahaan sehingga mereka dapat menegakkan nama keluarga, mentransfer bisnis ke anak cucu, mempekerjakan sanak-saudaranya ataupun untuk kepentingan lain. Kontrol yang dimiliki juga digunakan untuk melindungi sumber daya khusus perusahaan dari tindak pengambil alihan yang dilakukan pihak luar. Sementara itu pihak-pihak non keluarga yang memiliki saham di perusahaan dengan intensi selain suara berkepentingan terhadap *capital gain* ataupun *dividend* sehingga kebijakan bauran struktur modal perusahaan lebih diarahkan kepada peningkatan kemakmuran pemegang saham.

Sewaktu perusahaan masih dalam status privat, pendanaan perusahaan mengandalkan pada ekuitas⁴ internal dan utang, laba ditahan serta depresiasi. Menurut pandangan

⁴ Ekuitas (*equity capital*) merupakan suatu tanda penyertaan (surat saham) terhadap suatu perusahaan yang dimiliki oleh pemegang saham yang telah memberikan dananya untuk dijadikan modal usaha atau investasi perusahaan tersebut. Karakter dari ekuitas yang sebenarnya adalah tingkat pengembalian dengan jumlah dan pembayaran yang tidak pasti, bersifat permanen serta tidak memiliki kewajiban untuk selalu membagikan dividen kepada pemegangnya. Dengan karakter demikian maka perusahaan akan merasa lebih nyaman dalam membiayai aset perusahaan yang bersifat jangka panjang.

tradisional, nilai perusahaan dapat ditingkatkan dengan menggunakan utang, meskipun *pemegang saham* mungkin mendatangkan peningkatan risiko kebangkrutan. Dalam hal ini semua keuntungan perusahaan akan dimiliki oleh pemegang saham ataupun *stakeholder* yang terbatas, namun demikian segala kemungkinan kerugian juga ditanggung secara tertutup oleh mereka. Keputusan *go public* mengubah komposisi maupun konsentrasi kepemilikan. Pemilik lama akan mengalami dilusi dalam hak suara, kontrol maupun kewenangan lainnya, namun risiko perusahaan juga didistribusikan kepada pihak yang lebih luas. Keputusan strategis perusahaan melakukan upaya *go public* memengaruhi ciri khas perusahaan yang semula dikelola oleh keluarga. Dua aspek kunci dari struktur kepemilikan korporasi adalah konsentrasi dan komposisi (Capulong, Edward, Webb & Zhuang, 2000). Derajat konsentrasi kepemilikan dalam suatu perusahaan menentukan distribusi kekuasaan antara manajer dan pemegang saham. Bila kepemilikan menyebar, kontrol pemegang saham cenderung melemah. Kebalikannya, pada kondisi kepemilikan yang terkonsentrasi, pemegang saham dapat memainkan peran yang penting dalam mengawasi manajemen. Aspek kunci kedua dari struktur kepemilikan korporasi adalah komposisi, yang dalam hal ini terkait dengan peningkatan pengendalian pemegang saham. Masing-masing tipe pemegang saham yang besar, mungkin memiliki insentif dan motivasi yang berbeda (Holderness & Sheehan, 1988; Gugler, 2001).

Dari hasil surveinya terhadap 9 negara di Asia Timur, Claessens & Fan (2002) mendapati bahwa pengontrol utama dari kebanyakan perusahaan terbuka adalah keluarga. Di Indonesia porsi kontrol keluarga adalah yang paling tinggi yaitu 71.5 % (untuk 20 % *cut off*), dan yang dikontrol negara adalah 8.2 %, tertinggi ke tiga setelah Singapura dan

Malaysia. Sisanya dikontrol oleh perusahaan terbuka non-finansial 13.2 % dan perusahaan terbuka finansial 2 %. Arifin (2003) mendapati fenomena serupa Claessens & Fan (2002). Temuannya menyatakan pada tahun 1996, perusahaan terbuka yang didominasi keluarga sebanyak 85.5 %, sedangkan pada tahun 2000 sebesar 84.06 %. Penelitian terpisah yang dilakukan Setiawan (2004) mendapati bahwa perusahaan-perusahaan terbuka di Indonesia memiliki konsentrasi kepemilikan tinggi dengan perlindungan hukum yang lemah terhadap investor.

Jensen & Meckling (1976) mengembangkan suatu teori tentang bagaimana struktur kepemilikan mempengaruhi perilaku individu-individu dalam perusahaan. Pengembangan teori tersebut didasarkan pada beberapa asumsi, seperti halnya *rational principals, self-interested agents (opportunism), informational asymmetries dan risk bearing*. Atas dasar teori keagenan⁵, Jensen & Meckling (1976) berpendapat bahwa perusahaan merupakan rekan legal yang berperan sebagai suatu hubungan kontrak di antara individu-individu. Mereka mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu mekanisme kontrak antara penyedia modal (*the principals*) dan para *agens*. Dalam kontrak yang dirancang untuk meminimumkan biaya keagenan dari hubungan ini. hubungan keagenan merupakan kontrak, baik bersifat eksplisit maupun implisit, di mana satu atau lebih orang (yang disebut *principal*) meminta orang lain (yang disebut *agent*) untuk mengambil tindakan atas nama prinsipal. Dalam kontrak terdapat pendelegasian beberapa kewenangan pengambilan keputusan kepada agen (*agent*).⁶

⁵ *The Agency theory*: sebagai fondasi teori adalah Jensen & Meckling (1976). Pembahasan konflik antara manajer dan pemegang saham dikembangkan lebih luas ke konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas serta konflik antara pihak pemegang saham bersama dengan manajer dengan pihak pemberi utang.

⁶ Inti teori keagenan adalah konflik tujuan yang melekat ketika individu-individu dengan kepentingan yang berbeda mengikatkan diri dalam usaha kerja sama. Jensen & Meckling (1976) memandang teori keagenan

Masalah keagenan muncul saat agen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan prinsipal. Masalah keagenan dapat muncul dalam berbagai tipe. Tipe pertama adalah konflik antara manajer dan pemegang saham. Tipe kedua adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Tipe ketiga adalah konflik antar pemegang saham/ manajer dengan pemberi pinjaman. Permasalahan keagenan tipe pertama umum terjadi di negara-negara maju, di mana banyak ditemukan perusahaan-perusahaan besar yang dikelola oleh manajer profesional dan pemiliknya adalah beratus investor dengan kepemilikan yang relatif kecil. Permasalahan keagenan tipe kedua menyoroti konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Pemegang saham mayoritas yang biasanya juga menjadi manajer di perusahaan tersebut atau paling tidak menunjuk manajer pilihannya, dapat mengambil keputusan yang hanya menguntungkan pemegang saham mayoritas. Shleifer & Vishny (1986) menengarai maraknya masalah keagenan tipe kedua ini dari pengambil-alihan hak-hak investor kecil oleh pemegang saham yang memiliki kontrol yang besar. Beberapa temuan penting terkait permasalahan keagenan tipe 2 diungkap oleh Laporta et al (1999), Claessens et al (2000), Facio & Lang (2002), serta Villalonga & Amit (2007). Arifin (2003) mendapati bahwa struktur kepemilikan perusahaan terbuka di Indonesia pada tahun 1996 dan tahun 2000 adalah terkonsentrasi dengan pemilik utama keluarga.

konsisten dengan kritik March & Simon (1958) pada dorongan dan kontribusi hubungan pekerjaan. Dalam teori keagenan, Jensen & Meckling (1976) bersimpati terhadap pentingnya penekanan Alchian & Demsetz (1972) dan Coase (1937) terhadap pengawasan, tetapi Jensen & Meckling percaya bahwa penekanan yang diberikan oleh Alchian & Demsetz pada produksi input bersama adalah terlalu sempit dan karena itu menyesatkan. Hubungan kontraktual adalah inti perusahaan, tidak hanya dengan karyawan tetapi juga dengan pemasok, pelanggan, kreditur, dll. Permasalahan biaya keagenan dan pengawasan ada bagi semua kontrak tersebut, independen dari apakah ada atau tidak produksi bersama. Dalam hal ini produksi bersama dapat menjelaskan hanya suatu fraksi kecil dari perilaku individu yang berasosiasi dengan suatu perusahaan. Teori keagenan memiliki kesamaan dengan perspektif biaya transaksi (Williamson, 1975). Kedua teori tersebut berbagi asumsi kepentingan pribadi dan batasan rasionalitas.

Pada struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dengan pemilik utama keluarga, permasalahan tidak lagi antara manajer dan pemilik karena pemilik mayoritas (keluarga) sepenuhnya dapat mengontrol manajemen. Permasalahan keagenan yang muncul adalah antara manajer/pemilik mayoritas dengan pemegang saham non-mayoritas. Dilihat dari konteks keagenan, fakta kepemilikan ini berarti pemegang saham non-keluarga mengambil posisi sebagai prinsipal dan pemegang saham keluarga bersama-sama dengan manajer bertindak sebagai agen.

Ketika memutuskan bagaimana mendanai operasinya, perusahaan harus memutuskan komposisi utang⁷ dan ekuitas, yang dikenal sebagai keputusan *leverage*. Jika perusahaan memilih utang, perusahaan harus memperhatikan struktur prioritas utang, struktur jatuh tempo utang, keputusan utang campuran kepada pihak tertentu atau kepada investor terbuka yang tersebar luas serta jenis lain kontrak utang (Peirson, Brown, Easton & Howard, 2002; Barclay et al, 2003). Dari sudut pandang usaha keluarga untuk mempertahankan dominasi suaranya, perusahaan yang dikontrol keluarga relatif tidak menginginkan porsi kepemilikannya terdilusi sehingga pilihan pendanaan dengan saham dihindari dan sebagai gantinya pendanaan akan dilakukan dengan *leverage*. Di satu sisi, penggunaan *leverage* yang tinggi dapat mengarah pada kebangkrutan perusahaan saat perusahaan mengalami kesulitan likuiditas atau solvabilitas, di sisi lain penggunaan

⁷ Utang adalah penjaminan yang diberikan oleh kreditur kepada perusahaan. Rasio utang optimal dari suatu perusahaan ditentukan oleh *trade-off* antara biaya dan manfaat dari meminjam dengan menjaga aset dan rencana investasi perusahaan konstan (Chen & Hammes, 2003). Dalam jangka waktu tertentu perusahaan berkewajiban untuk mengembalikan pokok dan bunga pinjaman utang. Apabila perusahaan mengalami masalah keuangan sehingga gagal memenuhi kewajibannya, perusahaan dapat kehilangan kontrol atas perusahaan, bahkan aset perusahaanpun dapat hilang untuk memenuhi kewajiban tersebut. Bagi pemegang saham, utang memiliki peran ganda, di satu sisi memunculkan risiko yang dapat menyebabkan hilangnya investasi, di sisi lain memunculkan potensi meningkatnya pendapatan akibat *financial leverage*

leverage yang tinggi dapat mengarah pada penggeseran risiko dari pemegang saham ke pemberi utang sebagaimana dinyatakan dalam permasalahan keagenan tipe ketiga.

Hipotesis penelitian

Perusahaan keluarga memiliki karakteristik unik yang membedakan keputusan struktur modal mereka dari perusahaan-perusahaan bukan keluarga. Perusahaan keluarga memiliki keinginan yang lebih kuat untuk mengontrol dan mengurangi risiko kebangkrutan. Pemilik keluarga cenderung menghindari risiko dibandingkan padanan mereka yang bukan keluarga. Karakter unik ini mengarah kepada keputusan struktur modal yang berbeda terkait dengan struktur modal secara umum dan *leverage, debt maturity, leasing*, serta *dividend* secara khusus sehingga memunculkan alasan perbedaan struktur modal perusahaan-perusahaan keluarga dari perusahaan-perusahaan bukan keluarga.

Dengan mempertimbangkan peran variabel-variabel kontrol, hubungan antara keputusan *dividend, leverage, debt maturity* dan *leasing* dalam perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga mungkin konsisten dengan prediksi yang diberikan oleh kepentingan kontrol dan hak suara serta *the financial distress costs hypothesis*. Alasan dari intuisi ini adalah bahwa perusahaan keluarga lebih menghindari terdilusinya suara bila mereka menggunakan pendanaan dengan saham, di samping mereka juga menghindari risiko dari kesulitan keuangan dibandingkan dengan padanannya yang bukan keluarga. Kesulitan keuangan merupakan biaya yang besar bagi pemegang saham keluarga karena memberi dampak yang tak disukai pada keuangan, sumber daya manusia dan yang lebih penting mengarahkan kepada pergeseran kontrol. Karena itu, diprediksi perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga akan menggunakan keputusan struktur

modal gabungan⁸ yang berbeda dari padanannya yang dikontrol bukan keluarga. Argumen tersebut mengarah pada hipotesis berikut: *Kontrol keluarga terhadap perusahaan-perusahaan terbuka berpengaruh terhadap penetapan bersama (joint determination) struktur modal*

Metode Penelitian

Penelitian ini memfokuskan perhatian pada kebijakan penetapan bersama (*joint determination*) struktur modal perusahaan-perusahaan terbuka di Indonesia yang telah *go public* sejak tahun 1996 atau sebelumnya. Kebijakan struktur modal perusahaan difokuskan pada kebijakan *leverage*, *debt maturity*, *leasing* dan *dividend*. Perusahaan yang dianalisis adalah perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta sejak tahun 1996 atau sebelumnya. Dalam pelaksanaan penelitian, data diperoleh dari *database* yang merupakan data sekunder, divalidasi dengan *database* lain yang berisi informasi laporan tahunan perusahaan. Sumber data utama adalah dari *Indonesian Capital Market Directory*. Validasi dilakukan menggunakan laporan tahunan perusahaan, JSX Watch serta laporan Bank Indonesia. Penelitian dilakukan pada industri-industri *non financial firms*, mengikuti klasifikasi yang tercantum dalam *Indonesian Capital Market Directory*. Perusahaan-perusahaan yang diteliti adalah perusahaan-perusahaan terbuka yang tergolong *non-financial firms*, dengan pertimbangan perusahaan-perusahaan keuangan dan sekuritas memiliki karakteristik keuangan dan penggunaan struktur modal yang berbeda signifikan dari sektor-sektor lainnya (Pandey, 2001). Disamping itu perusahaan-

⁸ Penetapan bersama (*joint determination*) struktur modal (dalam penelitian ini juga disebut sebagai struktur modal gabungan atau bauran struktur modal) merujuk pada penggunaan variabel-variabel struktur modal secara simultan (baik dalam pola komplemen ataupun substitusi) terkait isu informasi dan insentif yang dituangkan dalam kebijakan struktur modal perusahaan.

perusahaan keuangan menganut regulasi khusus dengan karakteristik yang berbeda dari perusahaan-perusahaan non keuangan.

Sampel penelitian meliputi 137 perusahaan terbuka non keuangan. Rentang waktu data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dari tahun 1996-2005. Tahun 1996 diambil sebagai tahun awal penelitian, sebagai pembanding survei struktur kepemilikan yang dilakukan Claessens, Djankov & Lang (2002). Dalam penelitian ini akan digunakan rancangan penelitian yang memaksimalkan validitas internal. Dengan menjamin kontrol yang memadai dalam rancangan penelitian, kemungkinan untuk menarik kesimpulan yang valid dapat dipertinggi. Dalam pengujian hipotesis digunakan salah jenis I yang biasa dikenal dengan α . Dengan pertimbangan penelitian ini tergolong ranah sosial, digunakan tiga tingkat signifikansi, yaitu 0.01, 0.05 serta 0.10.

Proksi perusahaan keluarga

Proksi bagi perusahaan terbuka yang dikontrol keluarga didasarkan pada kombinasi pandangan dari Berle & Means (1932), La Porta et al (1999), Claessens et al (2000), Tabalujan (2002), Anderson & Reeb (2003b), Villalonga & Amit (2007), serta Martinez, Stohr & Quiroga (2007). Proksi bagi perusahaan keluarga akan didasarkan pada *cash flow rights* dan *control rights*.

Perusahaan-perusahaan terbuka yang menjadi sasaran penelitian akan diklasifikasikan sebagai perusahaan terbuka yang dikontrol keluarga bila memiliki skor untuk *cash flow rights* minimal 2 dan atau memiliki total skor *control rights* minimal 4. Perusahaan-perusahaan terbuka yang tergolong dikontrol keluarga akan diberi nilai 1 dalam *dummy variable*, dan sebaliknya 0.

Model empiris dan pengukuran

Persamaan berikut digunakan untuk menguji hipotesis penelitian terkait keputusan struktur modal bersama dengan persamaan simultan. ini dikembangkan dari Harijono, 2005 dan Tong & Green, 2004.

$$Div_{it} = \beta_0 + \beta_{11}LV_{it} + \beta_{12}(LV_{it})^2 + \beta_{13}DM_{it} + \beta_{14}LS_{it} + \beta_{15}Div_{it-1} + \beta_{16}FC_{it} + \beta_{17}ETR_{it} + \beta_{18}Pr_{it} + \beta_{19}FS_{it} + \beta_{110}GO_{it} + \beta_{111}BR_{it} + \beta_{112}AT_{it} + \beta_{113}FA_{it} + \beta_{114}ID_{it} + \beta_{115}YD + \varepsilon_{it}$$

$$LV_{it} = \beta_0 + \beta_{21}Div_{it-1} + \beta_{22}(Div_{it-1})^2 + \beta_{23}DM_{it} + \beta_{24}LS_{it} + \beta_{25}FC_{it} + \beta_{26}ETR_{it} + \beta_{27}Pr_{it} + \beta_{28}FS_{it} + \beta_{29}GO_{it} + \beta_{210}BR_{it} + \beta_{211}AT_{it} + \beta_{212}FA_{it} + \beta_{213}ID_{it} + \beta_{214}YD + \varepsilon_{it}$$

$$DM_{it} = \beta_0 + \beta_{31}Div_{it-1} + \beta_{32}LV_{it} + \beta_{33}LS_{it} + \beta_{34}FC_{it} + \beta_{35}TSI_{it} + \beta_{36}GO_{it} + \beta_{37}FS_{it} + \beta_{38}AM_{it} + \beta_{39}FA_{it} + \beta_{310}BR_{it} + \beta_{311}ID_{it} + \beta_{312}YD + \varepsilon_{it}$$

$$LS_{it} = \beta_0 + \beta_{41}Div_{it-1} + \beta_{42}LV_{it} + \beta_{43}DM_{it} + \beta_{44}FC_{it} + \beta_{45}ETR_{it} + \beta_{46}GO_{it} + \beta_{47}FS_{it} + \beta_{48}AT_{it} + \beta_{49}FA_{it} + \beta_{410}Liq_{it} + \beta_{411}ID_{it} + \beta_{412}YD + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

Div = Dividend
LV = Leverage
BR = Business Risk
FC = Family Control
ETR = Effective Tax Rate
Pr = Profitability
FS = Firm Size
GO = Growth Opportunity
TSI = Term Structure of Interest
AT = Asset Tangibility
FA = Firm Age
ID = Industry dummies
YD = Year dummies

Subscripts *i* dan *t* menggambarkan perusahaan dan tahun terkait.

Pengukuran variabel-variabel dalam persamaan ditunjukkan dalam Tabel 1 berikut:

Tabel 1. Pengukuran Variabel

Variabel	Pengukuran	Kode	Rujukan pengukuran
<i>Dividend</i>	Dividend payout ratio	DIV1	Moh'd et al (1998); Tong & Green (2004)
<i>Leverage</i>	Total interest bearing debt / total capital	LV1	Rajan & Zingales (1995); Brailsford et al (1999);

			Bevan & Danblot (2000), Setiawan (2004)
<i>Debt maturity</i>	Long-term debt / total debt	DM1	Brick & Ravid (1985, 1991); Mauer (1996); Barclay & Smith. (1995a)
<i>Leasing</i>	Total lease (average) / total capital	LS1	Johnson, Justin & Waldman (2003); Graham, Lemmon & schallheim (1998); Harijono (2005)
<i>Family control</i>	Dummy variable (1 jika perusahaan keluarga, 0 lainnya)	FC	Anderson & Reeb (2003b), Harijono (2005)
<i>Effective tax rate</i>	Total tax / total taxable income	ETR1	Haugen & Senbet (1986); Harijono (2005)
<i>Profitability</i>	EBIT / total assets	PR1	Titman & Wessels (1988); Rajan & Zingales (1995); Wald (1999); Brailsford et al (1999); Pandey (2002)
<i>Term structure of interest</i>	BI rate	TSI	Brick & Ravid (1991); Harijono (2005)
<i>Business Risk</i>	Standard deviation dari EBIT 5 tahun sebelumnya	BR	Harijono (2005), Frank & Goyal (2003)
<i>Growth opportunity</i>	Market to book value ratio	GO1	Chung & Pruitt (1994); Rajan & Zingales (1995); de Jong (1999, 2000)
<i>Firm size</i>	Ln (total assets)	FS1	Titman & Wessels (1988); Rajan & Zingales (1995); Brailsford et al (1999); Wald (1999)
<i>Firm age</i>	Lama waktu (tahun) sejak perusahaan <i>go public</i>	FA	Anderson, R.C., & D.M. Reeb. (2003b); Huisman & Hermes, 1997
<i>Asset tangibility</i>	Net PPE / total assets	AT1	Moh'd et al (1998); Chen et al (1999); Wald (1999)
<i>Industry classification</i>	Dummy variables	ID	Titman & Wessels (1988); Brailsford et al (1999)

Keterangan:

EBIT= *Earning before interest and taxes*

EAT = *Earning after taxes*

PPE= *Property, plant and equipment*

Data screening dan transformasi

Pengujian dilakukan dengan terlebih dahulu mengontrol permasalahan-permasalahan terkait asumsi *normality*, *multicollinearity*, *heteroskedasticity*, *autocorrelation*, kesalahan pengukuran, serta nilai ekstrim. Pada kondisi dijumpai penyimpangan asumsi normalitas dilakukan tranformasi data. Uji *multicollinearity*

dilakukan dengan memeriksa korelasi di antara variabel-variabel penelitian. Pelanggaran asumsi *multicollinearity* dihindari agar koefisien regresi yang diestimasi mampu mengisolasi efek unik dari masing-masing variabel (Hair, Anderson, Tatham & Black, 1998; Gujarati, 2003). Dalam kaitannya dengan pemenuhan asumsi *heteroskedasticity* serta *autocorrelation* digunakan analisis regresi panel data. Keuntungan utama menggunakan pendekatan panel data adalah pada kemampuannya menangkap dimensi *cross section* dan *time series*. Estimasi yang dihasilkan dengan pendekatan ini efisien dan konsisten. Metode yang digunakan untuk menguji hipotesis-hipotesis penelitian adalah prosedur *pooled data regressions*. *Pooled regression standard errors* dihitung menggunakan *the Huber-White Sandwich variance estimator (clustered)* yang menghasilkan *robust standard errors* pada kondisi terjadi penyimpangan asumsi-asumsi model regresi (yaitu, *heteroskedasticity* dan *serial correlation*). Pada kondisi data ekstrim membawa pengaruh signifikan terhadap penyimpangan dari teori yang mendasari serta *common-sense*, dilakukan penghapusan terhadap data ekstrim rendah dan tinggi dalam batasan tidak melebihi 1 % dari data. Terhadap *missing value* –digunakan teknik analisis yang disediakan oleh SPSS (*the SPSS MVA*), untuk menjamin tidak adanya pola data hilang yang secara potensial dapat mengancam inferensia yang dihasilkan dari penelitian. Dalam penelitian ini digunakan persamaan simultan yang memungkinkan untuk menaksir parameter dari satu persamaan tunggal dengan memperhitungkan informasi yang diberikan oleh persamaan lain dalam sistem

Pokok-pokok analisis data

Dalam penelitian ini, dilakukan pembatasan pada variabel bebas. Tidak dipertimbangkannya variable-variabel penjelas yang tidak diukur yang memengaruhi perilaku perusahaan namun tidak diukur dapat memunculkan estimasi yang berbias. Agar model regresi tidak menampakkan kemungkinan adanya hubungan *spurious* antara *family control* dan struktur modal, digunakan teknik regresi panel data untuk mengatasi permasalahan tersebut (Kennedy, 2003). Analisis panel data menganut bentuk persamaan umum berikut: $y_{it} = \alpha_{it} + x_{it}'\beta_i + \varepsilon_{it}$ untuk $i=1,2,\dots,N$ *cross section unit* dan periode $t = 1,2,\dots,T$.

Pengujian peran kontrol keluarga terhadap kebijakan penetapan bersama struktur modal menggunakan *dummy variabel*. Perusahaan yang dikontrol keluarga diberi nilai 1 sedangkan yang tidak dikontrol keluarga diberi nilai 0. Perhatian ditujukan pada koefisien dari kontrol keluarga. Peran industri terhadap penggunaan struktur modal dinyatakan dengan hadirnya *industry dummy variables*. Pemberian kode industri menganut klasifikasi pada *Indonesian capital market Directory*. Terhadap *industry dummy variables* diberlakukan prosedur pemberian nilai yang sama sebagaimana yang dilakukan pada variabel kontrol keluarga. Dalam analisis, industri lain-lain (*others*) menjadi dasar pembanding bagi *industry dummy variables* lain. Untuk *year dummy variables*, tahun 1996 digunakan sebagai tahun acuan dan dasar pembanding bagi tahun-tahun lainnya. Sebagai alat bantu analisis, peneliti menggunakan piranti lunak Microsoft Office Excel 2003, SPSS versi 15, Eviews, Stata 8 dan Limdep.

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Tabel 2 menampilkan statistik deskriptif dari variabel-variabel kontrol dan variabel 3 menampilkan statistik deskriptif variabel-variabel kinerja perusahaan. Tabel 4 menampilkan statistik deskriptif variabel-variabel struktur modal.

Tabel.2 Statistik Deskriptif Variabel-variabel Kontrol

Variabel	Status	Mean	Std. Deviation	Standardized Mean
<i>Effective tax rate I</i>	Kontrol Keluarga	.1840	1.84522	.099717
	Non Kontrol keluarga	.0990	1.39355	.071041
	Keseluruhan	.1664	1.76098	.094492
<i>Firm Size I</i>	Kontrol Keluarga	13.6105	1.34629	10.109634
	Non Kontrol keluarga	13.4569	1.90662	7.057987
	Keseluruhan	13.5785	1.48094	9.168838
<i>Growth Opportunity I</i>	Kontrol Keluarga	57.3133	497.30645	.115247
	Non Kontrol keluarga	92.2677	778.20492	.118564
	Keseluruhan	64.6114	567.39244	.113874
<i>Business Risk</i>	Kontrol Keluarga	80072.7788	192649.34720	.415640
	Non Kontrol keluarga	158671.7726	477149.40152	.332541
	Keseluruhan	96195.6493	277619.02350	.346502
<i>Firm Age</i>	Kontrol Keluarga	7.8341	3.62140	.067378
	Non Kontrol keluarga	11.4561	5.29905	2.161915
	Keseluruhan	8.5876	4.28632	2.003490
<i>Liquidity</i>	Kontrol Keluarga	2.4248	18.39709	.131803
	Non Kontrol keluarga	7.5158	48.72189	.154259
	Keseluruhan	1.7286	2.29150	.754353
<i>Asset Tangibility I</i>	Kontrol Keluarga	.0290	.14047	2.064497
	Non Kontrol keluarga	.0195	.13018	.149792
	Keseluruhan	0.0270	0.13835	.195157

Sumber: data diolah

Tabel 3. Statistik Deskriptif Variabel-variabel Kinerja Perusahaan

Variabel	Status	Mean	Std. Deviation	Standardized Mean
<i>Profitability I</i>	Kontrol Keluarga	-.0096	.18434	-.052077
	Non Kontrol keluarga	.0569	.20761	.274071
	Keseluruhan	.0041	.19123	.021440
<i>Firm Value (Stock Price)</i>	Kontrol Keluarga	110.7749	169.02717	.655367
	Non Kontrol keluarga	391.5364	659.84142	.593379
	Keseluruhan	169.1814	354.88166	.476726
<i>Firm Value (Stock Return)</i>	Kontrol Keluarga	3.2872	90.55891	.036299
	Non Kontrol keluarga	.4411	1.67645	.263115
	Keseluruhan	2.6951	80.59502	.033440

Sumber: data diolah

Tabel 4. **Statistik Deskriptif Variabel-variabel Struktur Modal**

Variabel	Status	Mean	Std. Deviation	Standardized Mean
<i>Dividend 1</i>	Kontrol Keluarga	9.8153	27.07786	.362484
	Non Kontrol keluarga	13.6047	39.34750	.345758
	Keseluruhan	10.6071	28.77657	.36860
<i>Leverage 1</i>	Kontrol Keluarga	.2735	.30814	.887583
	Non Kontrol keluarga	.2112	.28675	.736530
	Keseluruhan	.2606	.30478	.855042
<i>Debt Maturity 1</i>	Kontrol Keluarga	.3502	.28049	1.248529
	Non Kontrol keluarga	.3259	.29258	1.113883
	Keseluruhan	.3451	.28312	1.218917
<i>Leasing 1</i>	Kontrol Keluarga	.0076	.02817	.269790
	Non Kontrol keluarga	.0055	.02491	.220794
	Keseluruhan	.0072	.02753	.261532

Sumber: data diolah

Uji empiris terhadap keseluruhan sampel dilakukan dalam tahapan berikut. Pertama, persamaan *dividend*, *leverage*, *debt maturity* and *leasing* diestimasi secara terpisah. Kedua, semua persamaan secara bersama diestimasi dengan *simultaneous-equations framework* menggunakan *prosedur two stage least square (2SLS)*. Ketiga, kedua kelompok hasil dibandingkan untuk menegaskan sensitivitas temuan. Hasil analisis menggunakan OLS dan 2SLS ditampilkan di Tabel 4-7.

Tabel 5. **Perbandingan *The Pooled Regression Model (OLS)* dengan Persamaan Simultan variabel *Dividend***

Variabel	Keseluruhan sampel		Kontrol Keluarga		Bukan Kontrol Keluarga	
	(OLS)	(2SLS)	(OLS)	(2SLS)	(OLS)	(2SLS)
C	27.04345***	95.18386***	29.96003***	182.1118***	-11.61052***	-113.2533***
LV1	-10.43158***	-305.1020***	-9.038132***	-407.1606***	-17.91900***	64.48208***
LV1K	1.753324**	314.6088***	-0.769782	442.2944***	-5.071204**	-170.2442***
DM1	-9.885913***	-62.40135***	-7.386237***	-87.84554***	-20.11667***	-140.8306***
LS1	-28.92238***	156.9058***	-19.20896***	61.12631*	48.86276***	710.3115***
DIV1L	0.207205***	0.198259***	0.193216***	0.199664***	0.380982***	0.255726***
ETR1	0.210548***	-1.482729**	0.223162***	3.266981***	0.252982**	-13.29406***
PR1	13.19335***	74.97272***	22.84361***	85.11559***	9.230531***	133.4909***
FS1	0.381190***	-0.526717	-0.813982***	-4.932202***	1.897509***	10.86702***
GO1	-0.000481***	-0.045536***	-0.002058***	-0.073817***	-0.000251	-0.008648***
BR	-7.89E-07***	-5.81E-06***	1.45E-06***	-2.64E-05***	1.02E-06***	1.02E-06
AT1	-2.074956***	-29.35208***	-8.837441***	-15.04902**	22.13889***	25.93216**
FA	0.369591***	-3.130653***	-0.732680***	-4.394081***	0.257767***	1.583413***

Keterangan:

- *** signifikan pada level 0.01
- ** signifikan pada level 0.05
- * signifikan pada level 0.10

Tabel 6. Perbandingan *The Pooled Regression Model (OLS)* dengan Persamaan Simultanvariabel *Leverage*

Variabel	Keseluruhan sampel		Kontrol Keluarga		Bukan Kontrol Keluarga	
	(OLS)	(2SLS)	(OLS)	(2SLS)	(OLS)	(2SLS)
C	0.332456***	0.304293***	-0.052056	-1.086040***	0.307283***	-0.925961***
DIVIL	-0.001443***	-0.012016***	-0.000559	0.034691***	-0.001608***	-0.006239***
DIVILK	4.28E-06***	8.27E-05***	1.96E-06	-0.000247***	3.37E-06***	9.23E-06**
DM1	-0.306232***	-1.927962***	-0.298194	-0.898789***	-0.317646***	-0.884770***
LS1	0.824452***	-10.46570***	0.500391	-8.160354***	2.019101***	25.52730***
ETR1	-0.001062***	-0.152609***	-0.005630	-0.178499***	-0.004078***	-0.147369***
PR1	-0.354364***	-0.919103***	-0.370932	-2.435351***	-0.205097***	-0.213919**
FS1	0.011558***	0.078202***	0.035014	0.120725***	0.000771	0.090017***
GO1	-1.49E-05***	-0.001058***	-6.57E-05	-0.000850***	-1.82E-05***	-0.000265***
BR	-1.61E-08***	1.52E-07***	-1.24E-07	-1.20E-07	-3.09E-08***	5.47E-08
AT1	0.046635***	1.679656***	-0.040386	-2.073721***	0.267615***	0.647841***
FA	0.004176***	-0.031668***	-0.004468	0.004087	0.001460***	0.014748***

Keterangan:

- *** signifikan pada level 0.01
- ** signifikan pada level 0.05
- * signifikan pada level 0.10

Tabel 7. Perbandingan *The Pooled Regression Model (OLS)* dengan Persamaan Simultan variabel *Debt Maturity*

Variabel	Keseluruhan sampel		Kontrol Keluarga		Bukan Kontrol Keluarga	
	(OLS)	(2SLS)	(OLS)	(2SLS)	(OLS)	(2SLS)
C	-0.310106***	-0.474384***	-0.282603***	-0.399277***	-0.398125***	-1.509672***
DIVIL	-0.000506***	0.000741***	-0.000290***	0.003313***	-0.001029***	-0.000430***
LV1	-0.266354***	-0.344457***	-0.258198***	-0.423247***	-0.303916***	-0.469231***
LS1	0.437088***	-3.811350***	0.334562***	-1.291877***	0.864319***	10.08905***
TSI	-0.002407***	0.007686***	-0.001943***	0.012011***	-0.003497***	-0.004535***
GO1	6.01E-06***	-0.000791***	-1.12E-05***	-0.001289***	3.43E-05***	0.000123***
FS1	0.058006***	0.062024***	0.054002***	0.052189***	0.064812***	0.132781***
AT1	0.231296***	0.329866***	0.239142***	-0.505680***	0.227328***	0.275175***
FA	-0.002528***	-0.001594***	0.000471**	-0.000272	-0.002100***	0.015191***
BR	-2.60E-08***	2.12E-09	-7.75E-08***	-1.19E-07***	1.24E-09	-1.91E-07***

Keterangan:

- *** signifikan pada level 0.01
- ** signifikan pada level 0.05

* signifikan pada level 0.10

Tabel 8. Perbandingan *The Pooled Regression Model (OLS)* dengan Persamaan Simultanvariabel *Leasing*

Variabel	Keseluruhan sampel		Kontrol Keluarga		Bukan Kontrol Keluarga	
	(OLS)	(2SLS)	(OLS)	(2SLS)	(OLS)	(2SLS)
C	0.044268***	0.030191***	0.060954***	0.130655***	0.039507***	0.063999***
DIV1L	-1.60E-05***	-0.000132***	2.18E-05***	-5.09E-05***	-1.13E-05***	-1.78E-05***
LV1	0.005633***	0.011393***	0.001746***	0.000890	0.017869***	0.028400***
DM1	0.007459***	-0.015627***	0.006697***	0.013182***	0.010675***	0.035659***
ETR1	1.14E-05	0.002175***	0.000129***	-0.004766***	-0.001002***	0.004083***
GO1	-8.32E-07***	-7.87E-06***	-1.64E-06***	-9.15E-06***	-1.26E-06***	1.07E-06*
FS1	-0.002836***	-0.002161***	-0.003913***	-0.009147***	-0.002354***	-0.004923***
AT1	0.008754***	0.080776***	0.011230***	0.071149***	0.033611***	0.032988***
FA	-0.000164***	-0.000335***	-0.000174***	0.000147***	-0.000761***	-0.000905***
LIQ	-0.001428***	0.006841***	-0.001106***	-0.002585***	-0.000175***	0.000311***

*** signifikan pada level 0.01

** signifikan pada level 0.05

* signifikan pada level 0.10

Didapati beberapa beda signifikan antara estimasi regresi yang didasarkan pada OLS dan 2SLS. Sebagai contoh, *leasing* memengaruhi *dividend* secara negatif signifikan pada estimasi OLS, sebaliknya dari analisis 2SLS menunjukkan pengaruh positif signifikan. Dalam hal kontrol variabel, variabel *effective tax rates* dan *firm size* mengalami pembalikan tanda positif signifikan pada analisis OLS menjadi negatif signifikan pada analisis 2SLS. Perbedaan-perbedaan yang didapati mungkin disebabkan bias persamaan simultan dalam estimasi *the ordinary least square*. Kejadian yang sama juga dialami terhadap analisis *leverage*, *debt maturity* maupun *leasing*.

Dalam realita, diindikasikan perusahaan-perusahaan menggunakan keputusan struktur modal secara simultan. Karena itu digunakan prosedur 2SLS untuk mengestimasi hasil dan selanjutnya pembahasan di sub-bab ini didasarkan atas hasil prosedur ini. Fokus

utama dari bagian ini adalah pada koefisien-koefisien yang mencerminkan hubungan di antara variabel-variabel struktur modal.

Tabel 9. Ringkasan Interaksi variabel-variabel struktur modal

Hubungan		Hasil Uji Empiris		
		Keseluruhan sampel	Kontrol keluarga	Bukan Kontrol Keluarga
<i>Leverage</i> → <i>Dividend</i>	<i>Linear</i>	- ***	- ***	+ ***
	<i>Kuadratik</i>	+ ***	+ ***	- ***
<i>Debt maturity</i> → <i>Dividend</i>		- ***	- ***	- ***
<i>Leasing</i> → <i>Dividend</i>		+ ***	+ *	+ ***
<i>Dividend</i> → <i>Leverage</i>	<i>Linear</i>	- ***	+ ***	- ***
	<i>Kuadratik</i>	+ ***	- ***	+ **
<i>Debt maturity</i> → <i>Leverage</i>		- ***	- ***	- ***
<i>Leasing</i> → <i>Leverage</i>		- ***	- ***	+ ***
<i>Dividend</i> → <i>Debt Maturity</i>		+ ***	+ ***	- ***
<i>Leverage</i> → <i>Debt Maturity</i>		- ***	- ***	- ***
<i>Leasing</i> → <i>Debt Maturity</i>		- ***	- ***	+ ***
<i>Dividend</i> → <i>Leasing</i>		- ***	- ***	- ***
<i>Leverage</i> → <i>Leasing</i>		+ ***	+	+ ***
<i>Debt maturity</i> → <i>Leasing</i>		- ***	+ ***	+ ***

Keterangan:

*** signifikan pada level 0.01

** signifikan pada level 0.05

* signifikan pada level 0.10

Tanda dan signifikansi hubungan yang diperoleh untuk perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga, bukan keluarga dan keseluruhan sampel pada Tabel 8 cenderung menunjukkan banyak kesamaan. Hasil uji empiris memperlihatkan hubungan antara struktur modal perusahaan-perusahaan terbuka yang dikontrol keluarga lebih menyerupai pola yang terjadi pada uji keseluruhan sampel.

Hubungan *dividend* dan *leverage* mengikuti fungsi kuadrat. Temuan tersebut menguatkan pandangan Pandey (2002) yang menyatakan hubungan kuadrat antara *leverage* dengan *dividend*. Keberadaan fungsi kuadrat antara *leverage* dengan *dividend* menyulitkan pencarian pola penggunaan bauran struktur modal perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga dan padanannya. Temuan penelitian ini juga menengarai kebijakan *dividend* perusahaan-perusahaan terbuka di Indonesia sebagai *residual*, dengan demikian *dividend* merupakan variabel terikat yang besarnya ditentukan oleh variabel-variabel struktur modal lain. Karena itu pencocokan pola bauran struktur modal didasarkan atas tiga variabel struktur modal lainnya yaitu *leverage*, *debt maturity* dan *leasing*. Harijono (2005) telah meringkas pola yang terkait dengan *Agency costs hypothesis*, *Information cost hypothesis* dan *Financial distress cost hypothesis*. Atas dasar tanda koefisien-koefisien yang diperoleh, dilakukan pencocokan pola temuan dengan tiga kemungkinan hipotesis.

Tabel 10. Pencocokan Pola Bauran Struktur Modal

Hubungan	Temuan	<i>Agency costs hypothesis</i>		<i>Information cost hypothesis</i>		<i>Financial distress cost hypothesis</i>	
		KK/NK	<i>Substitute</i>	<i>Complement</i>	<i>Substitute</i>	<i>Complement</i>	<i>Substitute</i>
<i>Leverage</i> → <i>Debt maturity</i>	-/-	-	+	+	-	+	-
<i>Debt maturity</i> → <i>Leverage</i>	-/-						
<i>Leverage</i> → <i>Leasing</i>	-/+	+	-	-	+	+	-
<i>Leasing</i> → <i>Leverage</i>	ns/+						
<i>Debt maturity</i> → <i>Leasing</i>	+/+	+	-	+	-	-	+
<i>Leasing</i> → <i>Debt maturity</i>	-/+						

Keterangan:

KK= perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga

NK = perusahaan-perusahaan yang tidak dikontrol keluarga

Ns = *not significant*

Dari Tabel 9, terlihat bahwa struktur modal perusahaan-perusahaan yang tidak dikontrol keluarga mengikuti pola yang sesuai dengan *Agency costs hypothesis (substitute)*. Untuk perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga, struktur modalnya cenderung cocok dengan *Financial distress cost hypothesis (complement)*. Dari 6 hubungan yang ada, 5 tanda di antaranya sesuai, hanya 1 tanda yang berlawanan yaitu pengaruh *leasing* kepada *debt maturity*. *Financial distress cost hypothesis (complement)* menyatakan tanda *leasing* kepada *debt maturity* positif sedangkan temuan penelitian ini menyatakan tanda negatif. Telusuran lebih lanjut dengan alternatif proksi *debt maturity* semula menghasilkan temuan berikut (Tabel 10):

Tabel 11. **Persamaan Simultan variabel *Debt Maturity(alternatif)***

Variabel	Kontrol Keluarga		
	(2SLS) <i>Fixed</i>	(2SLS) <i>Random</i>	(2SLS) <i>None</i>
C	0.258008***	0.258008***	
DIV1L	0.000168***	0.000168***	0.000434***
LV1	-0.104247***	-0.104247***	-0.117808***
LS1	0.526377***	0.526377***	1.012280***
TSI	-0.001299***	-0.001299***	-0.000605***
GO1	-9.97E-05***	-9.97E-05***	-0.000159***
FS1	0.053823***	0.053823***	0.072178***
AT1	0.170031***	0.170031***	0.084662***
FA	0.004050***	0.004050***	0.004121***
BR	-2.21E-07***	-2.21E-07***	-2.59E-07***

Keterangan:

*** signifikan pada level 0.01

** signifikan pada level 0.05

* signifikan pada level 0.10

Alternatif variabel *debt maturity* yang digunakan menghasilkan pengaruh *leasing* kepada *debt maturity* yang positif signifikan (Tabel 10). Pengujian dengan tiga model (*fixed*, *random* dan model tanpa *intercept*) mengukuhkan pengaruh *leasing* kepada *debt maturity* yang *robust*. Temuan tersebut mengubah pola interaksi antara variabel-variabel struktur modal sebagaimana tampak pada Tabel 11.

Hasil yang didapat memperjelas indikasi pola struktur modal perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga. Terlihat bahwa struktur modal perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga mengikuti pola yang sesuai dengan *Financial distress cost hypothesis (complement)*. Hasil yang diperoleh menguatkan indikasi yang ditetapkan bahwa keluarga sangat memperhatikan risiko.

Tabel 12. Ringkasan Interaksi antar variabel-variabel struktur modal (Revisi)

Hubungan		Hasil Uji Empiris		
		Keseluruhan sampel	Kontrol keluarga	Bukan Kontrol Keluarga
<i>Leverage</i> → <i>Dividend</i>	<i>Linear</i>	- ***	- ***	+ ***
	<i>Kuadratik</i>	+ ***	+ ***	- ***
<i>Debt maturity</i> → <i>Dividend</i>		- ***	- ***	- ***
<i>Leasing</i> → <i>Dividend</i>		+ ***	+ *	+ ***
<i>Dividend</i> → <i>Leverage</i>	<i>Linear</i>	- ***	+ ***	- ***
	<i>Kuadratik</i>	+ ***	- ***	+ **
<i>Debt maturity</i> → <i>Leverage</i>		- ***	- ***	- ***
<i>Leasing</i> → <i>Leverage</i>		- ***	- ***	+ ***
<i>Dividend</i> → <i>Debt Maturity</i>		+ ***	+ ***	- ***
<i>Leverage</i> → <i>Debt Maturity</i>		- ***	- ***	- ***
<i>Leasing</i> → <i>Debt Maturity</i>		- ***	+ ***	+ ***
<i>Dividend</i> → <i>Leasing</i>		- ***	- ***	- ***
<i>Leverage</i> → <i>Leasing</i>		+ ***	+	+ ***
<i>Debt maturity</i> → <i>Leasing</i>		- ***	+ ***	+ ***

Keterangan:

*** signifikan pada level 0.01

** signifikan pada level 0.05

* signifikan pada level 0.10

Tabel 13. Pencocokan Pola Bauran Struktur Modal (Revisi)

Relationship	Empirical results	<i>Agency costs hypothesis</i>		<i>Information cost hypothesis</i>		<i>Financial distress cost hypothesis</i>	
	KK/NK	<i>Substitute</i>	<i>Complement</i>	<i>Substitute</i>	<i>Complement</i>	<i>Substitute</i>	<i>Complement</i>
<i>Leverage</i> → <i>Debt maturity</i>	-/-	-	+	+	-	+	-

<i>Debt maturity</i> → <i>Leverage</i>	-/-						
<i>Leverage</i> → <i>Leasing</i>	-/+	+	-	-	+	+	-
<i>Leasing</i> → <i>Leverage</i>	ns/+						
<i>Debt maturity</i> → <i>Leasing</i>	+/+	+	-	+	-	-	+
<i>Leasing</i> → <i>Debt maturity</i>	+/+						

Keterangan:

KK = perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga

NK= perusahaan-perusahaan yang tidak dikontrol keluarga

Ns = *not significant*

Uji inferensia mendukung karakteristik keluarga yang cenderung menghindari risiko dibandingkan padanannya yang bukan keluarga. Keluarga memiliki keinginan kuat untuk mengontrol dan mengurangi risiko kebangkrutan. Keinginan tersebut menyebabkan perbedaan struktur modal dari perusahaan-perusahaan yang tidak dikontrol keluarga. Temuan penelitian ini sejalan dengan temuan Daily & Dollinger (1992) yang mendapati fenomena bahwa perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga lebih rendah risiko bisnisnya dan lebih rendah tingkat kebangkrutannya. *The Financial distress cost hypothesis* menyatakan bahwa utang yang makin sedikit, jatuh tempo utang yang makin lama dan pengaturan proporsi *leasing* yang makin tinggi digunakan saling bertukaran untuk mengurangi risiko kebangkrutan. Dengan pertimbangan perusahaan-perusahaan keluarga sangat memperhatikan kepentingan kontrol di perusahaan, perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga mendayagunakan *leverage* yang tinggi dengan tetap memperhatikan penggunaan utang jangka panjang dan *leasing* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan padanannya yang tidak dikontrol keluarga. *Leverage* yang tinggi merupakan alat yang memfasilitasi pergeseran kontrol dari pemegang saham ke pihak pemberi utang saat perusahaan mengalami kesulitan

keuangan. Jika kondisi ini terjadi, pemegang saham akan kehilangan semua keuntungan dari kontrol yang dimilikinya. Sebagai pengaman, perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga akan menggunakan utang jangka panjang dalam porsi yang lebih besar besar dibandingkan perusahaan-perusahaan padanannya yang dikontrol bukan keluarga. Argumen yang terkait *the financial distress cost hypothesis* menyatakan penggunaan utang jangka panjang yang lebih besar didasarkan pada kekhawatiran akan kemungkinan tidak diperpanjangnya utang jika perusahaan menggunakan utang jangka pendek, atau alasan kesulitan memperoleh sumber dana lain saat utang jangka pendek jatuh tempo. Argumen tersebut dikemukakan menimbang keluarga berkeinginan kuat memegang kontrol dan mengurangi risiko kebangkrutan. Perusahaan-perusahaan terbuka yang dikontrol keluarga di Indonesia menggunakan *leasing* lebih ekstensif dibandingkan perusahaan-perusahaan padanannya yang dikontrol bukan keluarga. Karakteristik *Leasing* yang memungkinkan penggeseran risiko tanpa mendilusi kekuatan suara dari pemegang saham mencocoki keluarga yang sangat berkepentingan memegang teguh kontrol demi kepentingan pribadi mereka. *Leasing* juga memungkinkan perusahaan menjalankan diversifikasi usaha dan mengurangi konsentrasi bisnisnya di sektor tertentu. Diversifikasi usaha memungkinkan turunnya risiko bisnis pada suatu tingkat *revenue* tertentu, yang merupakan hal penting pada perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga.

Hasil pencocokan pola bauran struktur modal pada Tabel 12, memperlihatkan struktur modal perusahaan-perusahaan yang tidak dikontrol keluarga mengikuti pola yang sesuai dengan *Agency costs hypothesis (substitute)*. Fenomena yang ada pada table 2 dan 3 menunjukkan perusahaan-perusahaan yang tidak dikontrol keluarga menunjukkan likuiditas yang lebih baik dibandingkan perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga,

memiliki *profitability* lebih tinggi namun menggunakan *leverage* yang lebih rendah. Meski fenomena ini mengindikasikan berlakunya *Pecking Order Theory*, pencocokan pola struktur modal dengan pengujian persamaan simultan mengarahkan bauran struktur modal pada *Agency costs hypothesis (substitute)*.

Temuan penelitian menengarai terjadinya permasalahan keagenan tipe kesatu, yaitu konflik antara manajer profesional dengan pemegang saham. Pada perusahaan-perusahaan terbuka yang dikontrol bukan keluarga, perusahaan dikelola oleh manajer profesional dan pemiliknya adalah beratus investor dengan kepemilikan yang relatif kecil. Sebagaimana Jensen (1986) melihat masalah keagenan dari sudut pandang ketersediaan dana yang dapat digunakan manajer untuk kegiatan ‘konsumtif’, temuan penelitian (Tabel 2, 3 dan 4) menunjukkan perusahaan-perusahaan yang dikontrol bukan keluarga memiliki likuiditas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga, namun membagikan *dividend* yang signifikan lebih rendah 5.23, di samping juga menggunakan *leverage* yang signifikan lebih rendah. Menurut Jensen (1986), dana tersebut adalah *free cash flows*. Jika biaya keagenan ingin dikurangi maka *free cash flows* harus dikurangi terlebih dahulu. Dalam hal ini pihak manajemen tidak menggunakan cara *bonding* yang disarankan oleh Jensen (1986) untuk menurunkan biaya keagenan dengan meningkatkan jumlah utang. Jensen & Meckling (1976) juga menyarankan memakai peningkatan utang untuk mengurangi biaya keagenan meskipun dengan alasan yang berbeda, yaitu agar *outside equity* tidak bertambah sehingga konflik antara investor luar dengan manajemen tidak meningkat. Manajemen perusahaan-perusahaan yang dikontrol bukan keluarga juga tidak melakukan *bonding* dengan menggunakan *dividend* untuk mengurangi *free cash flows* perusahaan. Kebijakan

manajemen membagikan *dividend* lebih rendah dibandingkan perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga juga tidak sejalan dengan kebijakan *dividend* sebagai residual yang dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan pada industri yang tinggi tingkat pertumbuhannya akan menahan hampir semua labanya guna mendanai pertumbuhan perusahaan. Uji empiris menyatakan *growth opportunity* perusahaan-perusahaan yang dikontrol bukan keluarga tidak berbeda signifikan dibandingkan perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga, bahkan indikasinya menunjukkan pertumbuhan yang lebih rendah. Untuk mengejar *profitability* yang lebih tinggi dan meningkatkan harga saham manajemen perusahaan-perusahaan yang dikontrol bukan keluarga menempuh risiko bisnis yang signifikan lebih tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga. Perbandingan rata-rata risiko bisnis menunjukkan risiko bisnis perusahaan-perusahaan yang dikontrol bukan keluarga berkisar dua kali lipat risiko bisnis perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga.

Simpulan

Hasil pencocokan pola bauran struktur modal memperlihatkan struktur modal perusahaan-perusahaan yang tidak dikontrol keluarga mengikuti pola yang sesuai dengan *Agency costs hypothesis (substitute)*. Struktur modal perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga mengikuti pola yang sesuai dengan *Financial distress cost hypothesis (complement)*. Hasil yang diperoleh menguatkan indikasi yang ditetapkan bahwa keluarga sangat memperhatikan risiko. Keluarga memiliki keinginan kuat untuk mengontrol dan mengurangi risiko kebangkrutan.

Daftar Referensi

- Aghion, P., & Bolton, P. (1992). An incomplete contracts approach to financial contracting, *Reviews of Economic Studies*, 59, 473-494.
- Agrawal, A., & Mandelker, G.. (1987). Managerial incentives, corporate investment, and financing decisions. *Journal of Finance*, 42, 823-837.
- Agrawal, A., & Nagarajan, N. (1990). Corporate struktur modal, agency costs, and ownership kontrol: The case of all-equity firms, *Journal of Finance*, 45, 1325-1331.
- Ahn. (2002). *Eviews Tutorial*. Department of Economics Arizona State University. USA.
- Akerlof, G. (1970). The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.
- Altman, E. I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question, *Journal of Finance*, 39, 1067-1089.
- Alwi, Iskandar, Z. (2003). *Pasar modal, teori dan aplikasi (panduan praktis)*. Yayasan Pancur Siwah. Jakarta.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics*, 12, 605-617.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., & Reeb, D.M.. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt, *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.
- Anderson, R.C., & Reeb, D.M. (2003a). Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, 58, 1301-1328.
- Anderson, R.C., & Reeb, D.M. (2003b). Founding family ownership, corporate diversification and firm leverage, *Journal of Law and Economics* (October), 653-684.
- Ang, J., Chua, J. & McConnell, J. (1982). The administrative costs of corporate bankruptcy: a note. *Journal of Finance*. 219-226.
- Angelidis, Dimitrios & Lyroudi, Katerina. (2003). Seasonalities in the French stock market: the day of the week anomaly. *University of Macedonia*.
- Antoniou, Antonios, Guney, Yilmaz & Paudyal, Krishna. (2002). The determinants of corporate debt maturity structure. *Working paper, University of Durham*.

- Arifin, Zaenal. (2003). *Masalah keagenan dan mekanisme kontrol pada perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi yang dikontrol keluarga: bukti dari perusahaan terbuka di Indonesia*. Disertasi Doktor Ilmu Manajemen. Program Studi Ilmu Manajemen. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Disertasi tidak diterbitkan.
- Baltagi, B.H. (2002). *Econometric analysis of panel data*, John Wiley and Sons : Chichester.
- Bank Indonesia. (1996-2005). *Laporan tahunan Bank Indonesia*. Bank Indonesia.
- Barclay, M. J., Marx, L.M., & Smith, C.W.. (2003). The joint determination of leverage and maturity, *Journal of Corporate Finance*, 9, 149-167.
- Barclay, M. J., Smith., C.W., & Watts, R.L. (1995). The determinants of corporate leverage and dividen policies, *Journal of Applied Corporate Finance* (Winter), 4-19.
- Barclay, M. J., & Smith, C.W. (1995a). The maturity structure of corporate debt, *Journal of Finance*, 50, 609-631.
- Barclay, M. J., & Smith, C.W. (1995b). The priority structure of corporate liabilities, *Journal of Finance*, 50, 899-917.
- Barnea, A., Haugen, R., & Senbet, L.W. (1980). A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework, *Journal of Finance*, 35, 1223-1234.
- Baskin, J.B. (1989). An empirical investigation of the pecking order hypothesis. *Financial management*, 18, 26-35.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publisher. Fourth printing, 2002.
- Bernstein, L., & Wild, J.J. (1998). *Financial Statement Analysis: Theory, Application and Interpretation*, Irwin-Mcgraw-Hill.
- Bevan, A.A. & Danblot, J. (2000). Struktur modal and its determinants in the United Kingdom: a decompositional analysis. *Department of Accounting and Finance University of Glasgow Working Paper Series*.
- Bhaduri, Saumitra. N. (2002). Determinants of struktur modal choice: a study of the Indian corporate sector. *Applied Financial Economics*,. 12, 655-665.
- Black, Fisher (1976). The dividen puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 5-8.

- Bradbury, M. & Lloyd, S. (1994). An estimate of the direct costs of bankruptcy in New Zealand. *Asia-Pacific Journal of Management*, 11, 103-111.
- Brailsford, T. J., Oliver, B.R., & Pua, S. L.H. (1999). Theory and evidence on the relationship between ownership structure and struktur modal. *Department of Commerce, Australian National University Paper*, 1-34.
- Brailsford, T. J., Oliver, B.R., & Pua, S. L.H. (2002). On the relation between ownership structure and struktur modal, *Accounting and Finance*, 42, 1-26.
- Brealey, Richard & Myers, Steward, C. (1991). *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill. New York.
- Brick, I.E. & Ravid, S.A. (1985). On the relevance of debt maturity structure. *Journal of Finance*, 40, 23-37.
- Brick, I.E. & Ravid, S.A. (1991). Interest rate uncertainty and the optimal debt maturity structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26, 63-81.
- Brigham, Eugene, F. (1992). *Fundamentals of financial management*, Dryden Press: Florida.
- Brigham E.F., & Gapensi, L.C. (1993). *Intermediate financial management*, Dryden Press: Fort Worth.
- Brigham E.F., & Gapensi, L.C. (1994). *Financial management theory and practice*, Dryden Press. Florida..
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms, *Journal of Finance* 58, 2167-2202.
- Capulong, M., Edward, D., Webb, D., & Zhuang, J. (eds). (2000). *Corporate governance and finance in East Asia : A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Phillipines and Thailand*, Asian Development Bank : Manila.
- Chami, R. (1999). What's different about family businesses? IMF Working paper.
- Chen, C.R. & Steiner, T.L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: a nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt kebijakan, and dividen kebijakan. *Financial Review*, 34, 119-136.
- Chen, Yinghong., & Hammes, Klaus. (2003). Struktur modal, theories and empirical results-a panel data analysis, *Department of Economics Gothenburg University*, Goteborg, February.

- Chung, K.H. & Pruitt, S. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23, 70-74.
- Claessens, S., Djankov, S, Fan, J., & Lang, L.H.P. (1999). Who control East Asian corporations? *World Bank Working Paper*, 1-40.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L.H.P. (2000a). The separation of ownership and control in East Asian corporation, *Journal of Financial Economics*, 58 Iss.1,2, Oct/Nov, 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L.H.P. (2002b). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, *Journal of Finance*, 31, 2741-2771.
- Claessens, S., Djankov, S & Nenova, T. (2000). Corporate risk around the world. *World Bank Working Paper*, 1-52.
- Claessens, S., & Fan, J.P.H. (2002). Corporate governance in Asia: A Survey. *International Review of Finance*, 3, 71-103.
- Coakes, Sheridan J., & Steed, Lyndall G. (2003). *SPSS, Analysis without anguish. Version 11.0 for Windows*. John Wiley & Sons, Australia.
- Crutchley, Claire, E. & Hansen, Robert, S. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 18, 36-46.
- Daily, C.M., & Dollinger, M.J. (1991). Family firm are different, dalam McConaughy et al (2001), Founding family controlled firms: performance, risk, and value, *Journal of Small Business Management*, January, 31-49.
- Daily, C.M. & Dollinger, M.J. (1992). An empirical analysis of ownership structure in family and professionally-managed firms, *Family Business Review*, 5, 117-136.
- Darmadji, Tjiptono & Fakhrudin, Hendy, M. (2006). *Pasar modal di Indonesia. Pendekatan tanya jawab*. Edisi 2. Salemba Empat. Jakarta.
- DeAngelo, H., & Masulis, R.W. (1980). Optimal struktur modal under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8 (1), 3-29.
- De Jong, A. (1999). An empirical analysis of struktur modal decisions in Dutch firms. *Tilburg University. Ph.D.Dissertation*.
- De Jong, A. (2000). The disciplining role of leverage in Dutch firms. *Tilburg University, Department of Finance and Center Working Paper*, 1-40.

- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985), The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Dhillon, Upinder, S & Johnson, Herb. (1994). The effect of dividend changes on stock and bond prices. *The Journal of Finance*, 281-289.
- Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk, *Quarterly Journal of Economics*, 106, 709-737.
- Dwidjowijoto, R.N. (1998). *Indonesia 2020. Sebuah sketsa tentang visi & strategi dalam kepemimpinan manajemen politik & ekonomi*. RBI Research.
- Edlin, S.A., & Hermalin, B.E. (2000). Contract renegotiation and options in agency problems, *Journal of Law, Economic and Organisation*, 16 (2), 395-423.
- Emmery, D.R., & Finnerty, J.D. (2001). *Corporate financial management*, Prentice Hall: Upper Saddle River NJ.
- Faccio, M., & Lang, L. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- Fama, Eugene, F. (1990). Contract cost and financing decisions. *Journal of Business*, 63, S71-S91.
- Fama, Eugene, F., & French, Kenneth. (2000). Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *The Center for Research in Security Prices Working Paper*, 506.
- Fama, Eugene, F., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Finnerty, J.D., & Emery, D. R (2001). *Debt management: A practitioner's guide*, Harvard Business School Press.
- Flath, D. (1980). The economics of short-term leasing, *Economic Inquiry*, 18, 243-255.
- Foster, G. (1986). *Financial statement analysis*, Prentice Hall: New Jersey.
- Frank, Murray, Z. & Goyal, Vidhan, K. (2003). Capital structure decisions. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- Friend, I., & Lang, L. (1988). An empirical test if the impact of managerial self-interest in corporate struktur modal, *Journal of Finance*, 43, 271-281.
- Froot, K.A, Scharfstein, D.S. & Stein, J.C (1993). Risk management: coordinating corporate investment and financing kebijakan, *Journal of Finance*, 48, 1629-1658.

- Gitman, Lawrence J (2006). *Principles of managerial finance*. Eleventh ed. Pearson. The Addison Wesley. USA.
- Global Association of Risk Professionals. (2005). *Indonesia Certificate in Banking Risk and Regulation: Workbook Level 1*, GARP and BSMR.
- Goyal, V.K., Lehn, K., & Racic, S. (2002). Growth opportunities and corporate debt kebijakan: the case of the US defense industry, *Journal of Financial Economics* 64, 35-59.
- Graham, J.R., Lemmon, M. L. & Schallheim. J.S, (1998). Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status, *Journal of Finance*, 53, 131-162.
- Grossman, S. & Hart, O.. (1980). Takeover bids, the free-rider problem and the theory of corporation, *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Grossman, S., & Hart, O. (1986). The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy* ,94, 691-719.
- Guedes, J., & Opler, T. (1996). The determinants of the maturity of corporate debt issues, *Journal of Finance*, 51, 1809-1833.
- Gugler, K. (2001). *Corporate governance and economic performance*, Oxford University Press : Oxford.
- Gugler, K. (2003). Corporate governance, dividen payout kebijakan, and the interrelation between dividens, and capital investment, *Journal of Banking and Finance*, 27, 1297-1321.
- Gujarati, Damodar. (1998). *Basic econometric*. McGraw-Hill.
- Gujarati, Damodar. (2003). *Basic econometric*, fourth edition. McGraw-Hill.
- Gutierrez, R., & Drukker, D.M. (2004). *Which references should I cite when using the cluster option to obtain Stata's cluster-correlated robust estimate of variance?*, Stata FAQ.
- Harijono. (2005). *Struktur modal Decisions of Australian Family Controlled Firms*.A Thesis Submitted for The Degree of Doctor of Philosophy. Australia: Monash University.
- Harris, M., & Raviv, A. (1988). Corporate governance: voting rights and majority rules, *Journal of Financial Economics*, 20, 203-235.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of struktur modal, *Journal of Finance*, 46, 297-355.

- Hart, Oliver., & Moore, J. (1988). Incomplete contract and renegotiation, *Econometrica*, 56, No 4, 755-785.
- Hart, Oliver., & Moore, J. (1990). Property right and the nature of the firm, *Journal of Political Economy*, 98, 1119-1158.
- Hart, Oliver., & Moore, J. (1998). Default and renegotiation: a dynamic model of debt, *Quarterly Journal of Economic*, 113, 1-41.
- Hart, Oliver., & Moore, J. (1999). Foundations of incomplete contracts, *Review of economics studies*, 66, 115-138.
- Haugen, R. & Senbet, L. (1986). Corporate finance and taxes: a review, *Financial Management*, 15, 5-22.
- Holderness, C.G., & Sheehan, D. (1988). The role of majority pemegang saham in publicly held corporations, *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- Homaifar, Zeith & Benkato. (1994). An empirical model of struktur modal:some new evidence.*JBFA*: 1-14.
- Huang, S.G.H. & Song, F.M. (2002). The determinants of struktur modal: evidence from China, *Working Paper*, The University of Hongkong .
- Huber, P. J. (1967). The behavior of maximum likelihood estimates under nonstandard conditions. In *Proceedings of the Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*. Berkeley, CA: University of California Press, 1, 221–223.
- Huisman, J. & Hermes, N. (1997). Financial liberalization in India and the impact on business investment. *International Journal of Development Banking*, 15, 3-14.
- Husnan, S. (2001). Indonesia in *Corporate Governance and Finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*. Volume two, edited by: Zhuang J., David Edwards & Viginita A. Capulong, Asian Development Bank.
- Indonesian Capital Market Directory*. (1995-2006). Institute for Economic and Financial Research.
- Jakarta Stock Exchange. (1996-2005). *JSX monthly statistics*. Jakarta Stock Exchange, Inc.
- Jensen, C. Michael. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329.

- Jensen, C. Michael., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, G., Solberg, D & Zorn, T.S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividen kebijakan. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 247-263.
- Jensen, M.C & Smith, C.W. (1985). Pemegang saham, managers, and creditor interest: applications of agency theory. (reprinted in Michael C. Jensen. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*). Harvard University Press. 2000, 1-41.
- Johnson, Justin, P. & Michael Waldman. (2003). Leasing, lemons, and buybacks. *RAND Journal of Economics*. Vol 34, No 2, Summer 2003, 247-265.
- Johnson, S.A. (2003). Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage, *Review of Financial Studies*, 16, 209-236.
- JSX Watch*. (1996-2005). Bisnis Indonesia.
- Kennedy, P. (2003). *A Guide to Econometrics*, Blackwell Publishing, Oxford.
- Keown, Arthur .; David, J., Scott, F, Martin, John.D & Petty, J.William. (1996). *Basic Financial Management*. Pearson Education Asia Pte.Ltd.
- Kets de Vries, M. ER. (1993) dalam McConaughy, et al (2001), Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk and Value, *Journal of Small Business Management*, Milwaukee, January, 31-49.
- Khan, H.A. (1999). Corporate governance of family businesses in Asia, what's right and what's wrong? *Asia Development Bank Institute Working Paper*, 3, 1-42.
- Kieso, Donald.E., & Weygant, Jerry. J. (1993). *Intermediate Accounting*. John Wiley & Sons.
- Kim, W., & Sorensen, E. (1986). Evidence on the impact of agency costs of debt on corporate debt kebijakan, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 131-144.
- Kiyamaz, Halil & Berument, Hakan. (2001). The day of the week effect on stock market volatility. *Journal of Economic and Finance*, 25.
- Kwik Kian Gie. (1994). *Analisis ekonomi politik Indonesia*. Gramedia Pustaka Utama.

- Kwik Kian Gie. (1999). *Saya bermimpi jadi konglomerat*. Gramedia Pustaka Utama.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert. (1996). Law and finance, *NBER Working Paper*.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert. (1997). Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106-6, 1113-1155.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert. (1999). Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, 54, 471-518.
- Leland, Hayne E & David L, Pyle. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of Finance*, 32, 371-387.
- Leland, H.E. & Toft., K.B. (1996). Optimal struktur modal, endogeneous bankruptcy, and the term structure of credit spread, *Journal of Finance*, 51, 987-1019.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, 46, 97-113.
- Luce, D.R & Raiffa, H. (1957). *Games and decisions: introduction and critical survey*, John Wiley and Son, USA.
- Martinez, John I, Stohr, Bernhard S & Quiroga, Bernardo F. (2007). Family ownership and firm performance: evidence from public companies in Chile. *Family Business Review*, Jun 2007, 2; 83-94.
- Masulis, R.W. (1988). *The debt/equity choice*, Ballinger Pub. Co: Cambridge.
- Mauer, David.C. (1996). The determinants of corporate debt maturity structure. *Journal of Business*, 69.
- Mayer, C. (2001). Firm Control in *Corporate governance: Essay in honor of Horst Albach*. J. Schwabach (ed), Springer.
- McConaughy, L.D; Matthews, C.H., & Fialko, A.S. (2001). Founding family controlled firms: performance, risk and value, *Journal of Small Business Management, Milwaukee*, January, 31-49.
- McConaughy, D.L., Walker, Mc., Henderson, G.V., & Mishra, C.S. (1998). Founding family controlled firms: efficiency and value, *Review of Financial Economics* 7, 1-19.

- McConnell, J.J. & Muscarella, C.J. (1990). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm, *Journal of Financial Economics*, 14, 399-422.
- Meggison, William, L. (1997). *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley Educational Publishers Inc, United States.
- Mehran, H. (1992). Executive incentive plans, corporate control and struktur modal. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 539-560.
- Miller, M. (1988). The Modigliani-Miller propositions after thirty years, *Journal of Economic Perspectives*, 2, 99-120.
- Miller, M. & Modigliani, F. (1961) Dividen kebijakan, growth and evaluation of shares. *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Mishra, C. S., & McConaughy, D.L. (1999). Founding family control and struktur modal: The risk of loss of control and the aversion to debt, *Entrepreneurship Theory and Practice* (Summer), 53-64.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., & Rimbey, J.N. (1998). The impact of ownership structure on corporate debt kebijakan: a time series cross-sectional analysis. *Financial Review*, 33, 85-98.
- Morck, K. Randall. (1992). Corporate ownership and management, dalam *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 1, 475-477.
- Morck, R. Shleifer, A & Vishny, R.W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice* (Summer), 367-382.
- Morck, R., & Yeung, B. (2004). Special issues relating to corporate governance and family control, World Bank Kebijakan Research Working Paper 3406.
- Mroczkowski, N., & Tanewski, G.A. (2005). Delineating publicly listed family and non-family controlled firms: An approach for capital markets research in Australia. *Journal of Small Business Management*.
- Muller, E. (2004). Underdiversification in private companies – required returns and incentive effects, *ZEW Discussion Paper* No. 04-29.

- Mukherjee, T. K. (1991). A survey of corporate leasing analysis, *Financial Management* (Autumm), 96-107.
- Myers, Stewart. C. (1977). Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, Stewart C. (1984). The struktur modal puzzle, *Journal of Finance*, 39, 515-592.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Myers, Stewart. C. (2001). Struktur modal. *Journal of Economic Perspectives*, 15, No 2, Spring 2001, 81-102.
- Myers, Stewart. C. (2003). Financing of corporations. In Constantinides, G.M., M. Harris, R.M. Stultz (Ed), *Handbook of the economics of finance*, Elsevier, Amsterdam, 215-253.
- Nenova, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, 68, 325-351.
- Pandey, I.M. (2002). Struktur modal and market power interaction: evidence from Malaysia, in Zamri Ahmad, Ruhani Ali, Subramaniam Pillay. 2002. *Proceedings for the fourth annual Malaysian Finance Association Symposium*. 31st May-1st June. Penang. Malaysia.
- Peirson, G., Brown, R, Easton., S.& Howard, P. (2002). *Business Finance*, McGraw Hill: Sydney.
- Pindyck, R.S & Rubinfeld, D.L. (1998). *Econometric models and economic forecast*. Fourth Edition. McGraw-Hill.
- Poutziouris, P., Sitorus, S., & Chittenden, F. (2002). The financial affairs of family companies. *Manchester Business School*.
- Quantitative Micro Software, LLC. (2000). *Eviews 4.0 User's Guide*. USA.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995). What do we know about struktur modal? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 5. 1421-1460.
- Reichelstein, Stefan. (1992). Agency, dalam *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 2, 23-26.
- Robertson D. K. & Tress, R.B. (1985). Bankruptcy costs : evidence from small-firms liquidation, *Australian Journal of Management* (June), 49-60.

- Ross, A. Stephen. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem, *American Economics Review*, 63 No 2, 134-139.
- Ross, A. Stephen. (1977). The determination of financial structure: The incentive signalling approach, *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Ross, A. Stephen, Westerfield, Randolph, W. & Jordan, Bradford, D (1998). *Fundamentals of corporate finance*. 4-th ed. McGraw Hill Book Co. Singapore.
- Rozeff, M. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividen payout ratio. *Journal of Financial Research* 5, 249-259.
- Schallheim, J.S. (1994). *Lease or buy: principles for sound decision making*, Harvard Business School Press: Boston.
- Scott, William. R. (2006). *Financial accounting theory*. 4-th ed. Pearson Prentice Hall. USA.
- Setiawan, Augustinus. (2004). An empirical analysis of debt-equity choice in Indonesian companies. Thesis Submitted for The Degree of Doctor of Philosophy. Malaysia: The School of Management Universiti Sains.
- Shamy, Mustafa, A & Kayed, Metwally, A. (2005). The value relevance of earnings and book values in equity valuation: an international perspective-the case of Kuwait. *International Journal of Commerce and Management*.
- Sharpe, S.A. (1991). Credit rationing, concessionary lending, and debt maturity, *Journal of Banking and Finance*, 15, 581-604.
- Sharpe, S.A., & Nguyen, H.H. (1995). Capital markets imperfections and the incentive to lease. *Journal of Financial Economics*, 39, 271-294.
- Sharpe, William, F. & Alexander, Gordon, J. (1995). *Investment*. Englewood Cliffs. Prentice-Hall.
- Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. (1986). Large pemegang saham and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94. 461-488.
- Smith, C.W. (1990). The theory of corporate finance: A historical overview, in *The modern theory of corporate finance*, Smith, C.W. (ed), McGraw-Hill: New York.
- Smith, C.W., & Warner, J.B.. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants, *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.

- Smith, C.W., & Watts, R.L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividen and compensation kebijakan, *Journal of Financial Economics* 32, 263-292.
- Spence, A. Michael. (1974). *Market signaling: informational transfer in hiring and related screening processes*. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Stiglitz, E. Joseph. (1992). Principal and agen, dalam *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 2, 185-190.
- Stultz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Stultz, R., & Johnson, H. (1985). An analysis of secured debt, *Journal of Financial Economics*, 14, 501-521.
- Tabalujan, Benny Simon. (2002). Family capitalism and corporate governance of family-controlled listed companies in Indonesia. *University of New South Wales Law Journal*.
- Taridi. (1999). Corporate governance, ownership concentration and its impact on firm's performance and firm's debt in PLCs in Indonesia. *The Indonesian Quarterly* 27-4, 339-355.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of struktur modal choice. *Journal of Finance*, 35-41.
- Titman, S. (1992). Interest rate swaps and corporate financing choices, *Journal of Finance*, 47, 1503-1516.
- Titman, Sheridan., & Wessels, Roberto. (1988). The determinant of struktur modal choice, *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Tong, Guanqun & Green, Chrisopher, J. (2004). Pecking order or trade-off hypothesis?. evidence on the struktur modal of Chinese companies. *Department of Economics, Loughborough University, Loughborough, Leicestershire, United Kingdom*.
- Twite, G. (2001). Struktur modal choices and taxes: evidence from the Australian dividen imputation tax system, *International Review of Finance*, 2, 217-234.
- Undang-undang Perseroan Terbatas 1995, No 1 Dewan Perwakilan Rakyat Reterbuka Indonesia (1995).
- Van Horne, James, C. (1995). *Financial management and policy*. Prentice-Hall. New Jersey.

- Van Horne, James, C.& Wachowicz, John, M. (1995). *Fundamentals of financial management*. Prentice-Hall. New Jersey.
- Villalonga, Belen & Amit, Raphael. (2007). How are U.S. family firms controlled?. Harvard Business School. Wharton School, University of Pennsylvania.
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: some evidence, *Journal of Finance*, 32, 337-368.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity, *Econometrica*, 48, 817-830.
- Whited, Toni M. (1992). Debt, liquidity constraints and corporate investment: evidence from panel data, *Journal of Finance*, 47, 1425-1460.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the struktur modal of Thai firms, *Pacific Basin Finance Journal*, 7, 371-403.
- Woolridge, J. Randall. (1983). Dividend changes and security prices. *The Journal of Finance*, 1607-1615.
- Zhuang, J., Edwards, Webb, D., & Capulong, M.V. (2000). Corporate governance and finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand. Volume one. *Asian Development Bank Discussion Paper*, 1-93.
- Zimmerman, J. (1983). Taxes and firm size, *Journal of Accounting and Economics*, 5, 119-149.

UMMN

UNIVERSITAS

MULTIMEDIA

NUSANTARA