

Kebijakan Utang Jangka Panjang : Kajian Struktur Modal Entitas Terbuka Non Keuangan di Indonesia Yang Dikendalikan Keluarga

Sugiarto

Universitas MultiMedia Nusantara
Scientia Garden, Jl. Boulevard Raya - Gading Serpong - No.3 Tangerang

Abstract

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, particularly on debt maturity decisions.

Keywords: Family controlled firms, capital structure decisions, debt maturity

PENDAHULUAN

Fama (1990) menyatakan bahwa struktur maturitas utang perusahaan mencerminkan insentif perusahaan untuk menyediakan informasi, pengawasan dan *bonding* yang relevan dengan kontrak. Diamond (1991) mempertimbangkan risiko likuiditas dalam model pilihan maturitas utang.

Meski utang jangka pendek digunakan oleh perusahaan untuk menghindari 'penguncian' biaya pendanaan jangka panjang, utang jangka pendek memunculkan risiko likuiditas. Utang jangka pendek memang memungkinkan perusahaan memperoleh pengurangan biaya pinjaman apabila pada saat kontrak pembaharuan utang, perusahaan berada pada kondisi dan prospek yang bagus.

Diamond (1991) mengasumsikan bahwa jika utang tidak dapat dibayar sepenuhnya, pihak yang memberi pinjaman memiliki hak untuk melikuidasi atau mengambil kendali terhadap perusahaan.

Dalam hal ini, para pemilik akan kehilangan manfaat pribadi maupun hak kontrol. Likuidasi yang tidak optimal juga memunculkan biaya utang jangka pendek. Bahkan jika kondisi ekstrim likuidasi tidak terealisasi, perusahaan dapat menanggung biaya tidak langsung yang signifikan akibat *financial distress* ketika perusahaan kesulitan menemukan tawaran pendanaan yang menarik (Guedes & Opler, 1996). Biaya tidak langsung tersebut dapat berupa hilangnya pelanggan ataupun kebingungan manajemen. Dengan demikian risiko perolehan pendanaan ulang yang muncul dari utang jangka pendek memotivasi perusahaan untuk memperpanjang maturitas utang mereka.

Sharpe (1991) juga menunjukkan bahwa ketika sebuah perusahaan didanai dengan utang jangka pendek, saat pihak yang memberi pinjaman mendapati bahwa tidak menguntungkan untuk memberikan

perpanjangan pinjaman, para pemberi pinjaman akan memaksa perusahaan ke kondisi likuidasi. Bahkan jika kejadian ekstrim ini tidak direalisasikan, utang jangka pendek dapat berakibat kerugian pada proyek jika harus didanai ulang dengan tingkat bunga yang sangat tinggi (Titman, 1992; Froot, Scharfstein & Stein, 1993). Perusahaan-perusahaan mengalami pengalaman yang signifikan biaya tidak langsung dari *financial distress* (misal, kehilangan pelanggan dan kebingungan manajemen) ketika mereka kehilangan akses untuk menarik kredit dengan harga yang diharapkan (Guedes & Opler, 1996). Semua risiko pendanaan ulang menyelubungi motivasi utang jangka pendek perusahaan untuk memperpanjang jatuh tempo utang mereka. Guedes & Opler (1996) mendapati hubungan *debt maturity* dengan harga saham yang tidak seragam antar negara. Di Perancis, *debt maturity* tidak memengaruhi harga saham, namun di Jerman dan di Inggris didapati hubungan kedua variabel tersebut positif signifikan meskipun lemah. Temuan Antoniou, Guney & Paudyal (2002), perusahaan-perusahaan menggunakan utang jangka panjang seiring dengan naiknya harga saham. Didapati korelasi positif antara *debt maturity* dengan kinerja harga saham.

Dari sudut pandang hipotesis pajak, Brick & Ravid (1985) menyatakan bahwa penggunaan utang jangka panjang mengurangi *the firm's expected tax liability* dan konsekuensinya meningkatkan nilai pasar perusahaan di masa kini. Perusahaan-perusahaan dengan informasi asimetri yang lebih besar akan menggunakan lebih banyak utang jangka pendek (Barclay & Smith, 1995a). Finnerty & Emery (2001) berpendapat bahwa sikap perusahaan terhadap risiko memengaruhi pandangannya tentang kebijakan pendanaan, meliputi pilihannya akan utang jangka pendek atau jangka panjang. Perusahaan keluarga memiliki karakteristik unik yang membedakan keputusan struktur

modal mereka dari perusahaan-perusahaan bukan keluarga. Pemilik keluarga memiliki keinginan yang lebih kuat untuk mengontrol dan mengurangi risiko kebangkrutan serta cenderung menghindari risiko dibandingkan padanan mereka yang bukan keluarga.

Literatur isalnya Mayer, 2001; Burkart, Panunzi & Shleifer, 2003) menyatakan bahwa keluarga memiliki keinginan kuat untuk mengontrol perusahaan karena keinginan mereka untuk mentransfer bisnis ke anak cucunya, agar dapat mempekerjakan saudara-saudaranya, dan untuk menegakkan nama keluarga. Semua manfaat pribadi ini dinikmati selama keluarga mempertahankan kekuatan suara. Kontrol keluarga juga penting untuk melindungi sumber daya khusus perusahaan dari tindakan pengambil-alihan yang dilakukan oleh pihak luar. Karakter unik dari perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga memunculkan alasan perbedaan struktur modal perusahaan-perusahaan keluarga dari perusahaan-perusahaan bukan keluarga terkait struktur modal secara umum dan *leverage*, *debt maturity*, *leasing*, serta *dividend* secara khusus. Perusahaan yang dikontrol oleh keluarga cenderung lebih menghindari risiko, dengan demikian lebih menyukai maturitas utang jangka panjang. Temuan Harijono (2005), menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Australia yang dikontrol oleh keluarga menetapkan maturitas utang jangka panjang. *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. Perusahaan dengan kemungkinan *financial distress* yang tinggi lebih memilih *leverage* yang rendah. Meski demikian perusahaan terbuka yang dikontrol keluarga lebih memerhatikan kepentingan kontrol suara, sehingga kepentingan keluarga mengarahkan pada *leverage* yang tinggi

dengan tetap memerhatikan *optimal debt maturity* yang jangkanya makin panjang.

METODA

Fokus penelitian ini adalah permasalahan penggunaan utang jangka panjang perusahaan-perusahaan terbuka non keuangan di Indonesia dikaitkan dengan kebijakan struktur modal perusahaan yang dikontrol oleh variabel-variabel lain. 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*, dengan pertimbangan perusahaan-perusahaan keuangan dan sekuritas memiliki karakteristik keuangan dan penggunaan struktur modal yang berbeda signifikan dari sektor-sektor lainnya (Pandey, 2001). Di samping itu 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 pengujian hipotesis digunakan salah jenis I yang biasa dikenal dengan α dengan 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 didasarkan pada *cash flow rights* dan *control rights*.

Hipotesis Penelitian

Dalam kaitannya dengan *the financial distress cost hypothesis* penggunaan *debt maturity* yang lebih panjang didasarkan pada kekhawatiran akan kemungkinan tidak diperpanjangnya utang jika dipergunakan jangka waktu utang yang pendek, ataupun alasan kesulitan untuk mencari sumber pendanaan lain pada saat utang jangka pendek jatuh tempo. Karena risiko likuiditas dari utang jangka pendek, perusahaan-perusahaan yang pemegang sahamnya tidak terdiversifikasi dengan baik, sebagaimana yang seringkali dijumpai di perusahaan-perusahaan yang dikontrol oleh keluarga, seringkali secara relatif memilih proporsi yang lebih besar dalam utang yang berjangka panjang. Argumen tersebut mengarah pada hipotesis berikut: *Perusahaan-perusahaan terbuka yang dikontrol oleh keluarga akan menggunakan utang yang jatuh temponya lebih lama dibandingkan perusahaan-perusahaan terbuka yang dikontrol bukan keluarga.*

Model Empiris dan Pengukuran

Untuk menguji hipotesis penelitian digunakan persamaan regresi berikut:

$$DM_{it} = \beta_0 + \beta_1 FC_{it} + \beta_2 TSI_{it} + \beta_3 GO_{it} + \beta_4 FS_{it} + \beta_5 AM_{it} + \beta_6 FA_{it} + \beta_7 BR_{it} + \beta_8 ID_{it} + \beta_9 YD + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

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

Subscripts *i* dan *t* menggambarkan perusahaan dan tahun terkait. Variabel-variabel kontrol digunakan dalam penelitian ini dalam upaya mengungkap permasalahan penggunaan utang jangka panjang pada perusahaan-perusahaan terbuka non keuangan di Indonesia. Hipotesis penelitian yang menyatakan perusahaan-perusahaan terbuka yang dikontrol oleh

keluarga akan menggunakan utang yang jatuh temponya lebih lama dibandingkan perusahaan-perusahaan terbuka yang dikontrol oleh bukan keluarga diterima jika didapati koefisien kontrol keluarga yang positif dan signifikan. 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	DIV	Moh'd et al (1998); Tong & Green (2004)
<i>Leverage</i>	Total interest bearing debt / total capital	LV	Rajan & Zingales (1995); Brailsford et al (1999); Bevan & Danblot (2000), Setiawan (2004)
<i>Debt maturity</i>	Long-term debt / total debt	DM	Brick & Ravid (1985, 1991); Mauer (1996); Barclay & Smith. (1995a)
<i>Leasing</i>	Total lease (average) / total capital	LS	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	ETR	Haugen & Senbet (1986); Harijono (2005)
<i>Profitability</i>	EBIT / total assets	PR	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	GO	Chung & Pruitt (1994); Rajan & Zingales (1995); de Jong (1999, 2000)

<i>Firm size</i>	Ln (total assets)	FS	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	AT	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 transformasi 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.

Pokok-pokok Analisis Data

Analisis panel data menganut bentuk persamaan umum berikut: $y_{it} = \alpha_{it} + \lambda_{it} \beta_{it} + \epsilon_{it}$ untuk $i=1,2,\dots,N$ *cross section unit* dan periode $t = 1,2,\dots,T$ (Kennedy, 2003). 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 pembandingan bagi *industry dummy variables* lain. Untuk *year dummy variables*, tahun 1996 digunakan sebagai tahun acuan dan dasar pembandingan bagi tahun-tahun lainnya. Sebagai alat bantu analisis, peneliti menggunakan piranti lunak Microsoft Office Excel 2003, SPSS versi 15, Eviews versi 5.1, Stata 8 dan Limdep.

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.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel.2
Statistik Deskriptif Variabel-variabel Kontrol

Variabel	Status	Mean	Std. Deviation	Standardized Mean
<i>Effective tax rate</i>	Kontrol Keluarga	.1840	1.84522	.099717
	Non Kontrol keluarga	.0990	1.39355	.071041
	Keseluruhan	.1664	1.76098	.094492
<i>Firm Size</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>	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>	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>	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</i>	Kontrol Keluarga	9.8153	27.07786	.362484
	Non Kontrol keluarga	13.6047	39.34750	.345758
	Keseluruhan	10.6071	28.77657	.36860
<i>Leverage</i>	Kontrol Keluarga	.2735	.30814	.887583
	Non Kontrol keluarga	.2112	.28675	.736530
	Keseluruhan	.2606	.30478	.855042
<i>Debt Maturity</i>	Kontrol Keluarga	.3502	.28049	1.248529
	Non Kontrol keluarga	.3259	.29258	1.113883
	Keseluruhan	.3451	.28312	1.218917
<i>Leasing</i>	Kontrol Keluarga	.0076	.02817	.269790
	Non Kontrol keluarga	.0055	.02491	.220794
	Keseluruhan	.0072	.02753	.261532

Sumber: data diolah

Dalam penelitian ini proksi *debt maturity* yang lebih panjang merujuk pada penggunaan utang jangka panjang yang lebih besar. Statistik deskriptif dari proksi *debt maturity* pada Tabel 4, mengindikasikan

perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga menggunakan utang jangka panjang yang lebih besar dibandingkan padanannya. Uji lebih lanjut terhadap indikasi dilakukan dengan *the pooled regression model*.

Tabel 5
The Pooled Regression Model variabel Debt Maturity

Variabel	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
C	-0.382920***	-0.440034***	-0.389573***	-0.451087***
FC	0.017992***	0.030165***	0.014953***	0.026777***
TSI	-0.001860***	-0.001925***		
GO	1.53E-05***	2.16E-05***	1.32E-05***	1.96E-05***
FS	0.054353***	0.054071***	0.055196***	0.055179***
AT	0.243936***	0.223763***	0.241230***	0.218689***

FA	-0.000149	0.000136	-0.001498***	-0.001202***
BR	1.03E-08***	-8.84E-09***	7.79E-09***	-1.02E-08***
ID1		0.186943***		0.185043***
ID2		0.159683***		0.160616***
ID3		0.183951***		0.182617***
ID5		0.053479***		0.055082***
ID6		0.087072***		0.088255***
ID7		0.098843***		0.092419***
ID8		-0.056752***		-0.056271***
ID9		0.179962***		0.181666***
ID10		0.097980***		0.096428***
YD1			-0.039525***	-0.038456***
YD2			-0.091786***	-0.096103***
YD3			-0.040003***	-0.042394***
YD4			-0.043205***	-0.043942***
YD5			-0.047796***	-0.048567***
YD6			-0.002401	-0.004055
YD7			0.009443***	0.008383***
YD8			0.024391***	0.022796***
YD9			-0.000494	-0.001319
<i>R-squared</i>	0.108813	0.138555	0.113092	0.142764
<i>Adjusted R-squared</i>	0.108122	0.137845	0.112366	0.142020
<i>F-statistic</i>	157.4438	195.1093	155.7068	191.9142
<i>Prob (F-statistic)</i>	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

Keterangan:

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

Tabel 5 memaparkan empat model regresi yang menggunakan *fixed model*: model pertama mengabaikan *year dummy variables* dan *industry dummy variables*. Model kedua menyertakan *industry dummy variables* tanpa mempertimbangkan *year dummy variables*. Model ketiga menyertakan *year dummy variables* tanpa mempertimbangkan *industry dummy variables*. Model keempat menyertakan baik *industry dummy variables* maupun *year dummy variables*. Model 1 dan model 2 menyertakan variabel TSI sebagai salah satu variabel yang memengaruhi *debt maturity*. Variabel TSI menunjukkan pengaruh yang negatif signifikan baik pada model 1 maupun model 2. Dengan pertimbangan terjadi kolinear yang sangat tinggi antara variabel TSI

dengan *year dummy variable*, model 3 dan model 4 tidak menyertakan variabel TSI. Penyertaan variabel TSI dalam model 3 dan 4 menyebabkan terjadinya *near singular matrix* yang tidak memungkinkan diperolehnya matrik kebalikan dalam penyelesaian analisis regresi dan dampaknya adalah tidak dapat diperoleh koefisien regresi dugaan.

Penduga koefisien kontrol keluarga yang positif pada Tabel 5, menyatakan perusahaan keluarga menggunakan *debt maturity* yang lebih panjang dibandingkan padanannya. Sebagaimana dihipotesiskan, penduga koefisien kontrol keluarga adalah positif signifikan pada semua model. Dampak kontrol keluarga pada *debt maturity* tetap *robust* bahkan setelah mengontrol industri dan

coinciding trend effects. Secara keseluruhan, hasil sangat mendukung hipotesis penelitian.

Argumen yang merujuk pada teori risiko likuiditas sebagaimana dikemukakan oleh Diamond (1991) dapat dikemukakan terkait alasan perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga untuk menggunakan porsi utang jangka panjang yang lebih besar dibandingkan perusahaan-perusahaan padanannya yang dikontrol bukan keluarga. Diamond (1991) memasukkan risiko likuiditas ke dalam suatu model pilihan *debt maturity* dan mendapati adanya *tradeoff* saat pemilik atau manajer membuat keputusan struktur modal perusahaan. Diamond (1991) berpendapat meskipun utang jangka pendek digunakan oleh perusahaan-perusahaan untuk menghindari penguncian biaya pendanaan yang muncul pada penggunaan utang jangka panjang, utang jangka pendek berpotensi memunculkan risiko likuiditas. Pada saat perusahaan memilih alternatif penggunaan utang jangka pendek, kegagalan suatu perusahaan dalam memperoleh pendanaan ulang dapat memaksa perusahaan ke kondisi likuidasi terlepas dari fakta bahwa kelangsungan perusahaan adalah strategi yang optimal. Likuidasi yang sub optimal ini merupakan biaya utang jangka pendek. Andaikan kondisi likuidasi tidak sampai terjadi, penggunaan utang jangka pendek berpotensi menghasilkan kerugian sewa proyek jika utang jangka pendek membutuhkan pendanaan ulang pada tingkat bunga yang tinggi (Titman, 1992; Froot *et al.*, 1993). Perusahaan-perusahaan bisa mengalami *financial distress* saat tidak dapat menemukan akses kepada kredit dengan tingkat bunga yang menarik. Risiko pendanaan ulang dari utang jangka pendek dapat memotivasi perusahaan-perusahaan untuk memperpanjang jatuh tempo utang mereka. Perusahaan-perusahaan yang dikontrol keluarga cenderung lebih menghindari risiko sehingga struktur modalnya mengarah pada pemilihan proporsi utang jangka panjang yang lebih besar.

Variabel term structure of interest rate memiliki koefisien yang negatif signifikan baik pada model pertama maupun kedua. Konsekuensi dari temuan adalah naiknya tingkat bunga berdampak pada penurunan besarnya penggunaan utang jangka panjang, atau turunnya tingkat bunga berdampak pada kenaikan penggunaan utang jangka panjang. Menimbang tingkat bunga merupakan biaya bagi perusahaan, temuan tersebut logis karena semakin besar biaya yang timbul dari besarnya tingkat bunga berarti membesar pula biaya yang ditanggung perusahaan atau menurunnya *profit margin*.

Koefisien *growth opportunity* yang positif signifikan pada ke empat model menyatakan bahwa penjelasan *the agency cost* tidak memperoleh dukungan kuat dari hasil regresi. Temuan tersebut menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan dengan kesempatan tumbuh yang lebih kuat, menggunakan utang yang jatuh temponya lebih panjang. Koefisien estimasi dari *the market-to-book ratio* yang positif signifikan secara statistik pada ke empat model, tidak mendukung argumen Myers (1977) yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang tumbuh dapat memecahkan *underinvestment problem* dengan menggunakan utang yang jatuh temponya sebelum opsi tumbuhnya di realisir (yang dalam hal ini adalah utang jangka pendek). Temuan ini juga tidak mendukung hasil studi empiris dari Barclay & Smith's (1995a) dan Guedes & Opler (1996), yang mendapati adanya hubungan negatif antara *debt maturity* dan *growth opportunity*.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa koefisien *firm size* adalah positif signifikan pada ke empat model. Hubungan antara *firm size* dan *debt maturity* yang positif dan signifikan secara statistik dalam semua kasus ini konsisten dengan penjelasan *the agency cost* yang berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih kecil cenderung memiliki proporsi *growth opportunities* yang lebih tinggi (Pettit & Singer, 1985) dan dengan

demikian lebih cenderung menghadapi potensi konflik kepentingan antara pemegang saham dan pemberi utang seperti halnya *risk shifting*. Untuk mengurangi permasalahan ini, perusahaan-perusahaan yang lebih kecil menggunakan utang yang berjangka lebih pendek (Barnea *et al.*, 1980). Whited (1992) berspekulasi bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih kecil biasanya menghindari mengakses utang jangka panjang pasar karena proporsi dari aset yang dapat diagunkan untuk kesempatan investasi di masa depan relatif kecil. Kondisi ini menyatakan adanya hubungan positif antara *firm size* dan *debt maturity* (Guedes & Opler, 1996; Scherr & Hurlburt, 2001).

Dalam kaitan dengan *asset tangibility*, hasil analisis regresi memberikan dukungan kuat bagi hipotesis penelitian. Koefisien estimasi dari *asset tangibility* adalah positif signifikan pada ke empat model, yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *asset tangibility* lebih besar menggunakan utang yang jatuh temponya lebih panjang. Myers (1977) berpendapat *asset tangibility* meyakinkan bahwa pembayaran kembali utang dijadual terkait dengan suatu penurunan nilai aset yang ada. Stohs & Mauer (1996) menjelaskan bahwa ketika jatuh tempo utang lebih pendek daripada jatuh tempo aset yang didanai oleh utang, perusahaan-perusahaan mungkin tidak memiliki kas yang memadai untuk membayar kewajiban utang mereka pada saat jatuh tempo. Dengan kata lain, jika utang memiliki jatuh tempo yang lebih panjang daripada *assets, cash flows* dari aset berhenti sementara perusahaan-perusahaan tetap memiliki kewajiban utang yang harus dipenuhi.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa koefisien dari variabel *firm age* bertanda negatif signifikan. Dalam hal ini tidak didapat dukungan bagi penjelasan pemberian isyarat dari pilihan *debt maturity*. Penjelasan yang diharapkan adalah, karena efek informasi, perusahaan-perusahaan yang lebih berumur akan memiliki maturitas utang yang lebih panjang. Perusahaan-perusahaan yang lebih berumur menghasilkan lebih banyak informasi tentang dirinya sendiri dan dengan demikian memiliki tingkat informasi asimetri yang lebih rendah (Sharpe & Nguyen, 1995). Dengan demikian, tanda yang diharapkan dari variabel *firm age* adalah positif, tetapi yang diperoleh dalam penelitian ini koefisien estimasinya bertanda negatif signifikan.

Hasil pengujian variabel *business risk* memperlihatkan tanda koefisien yang tidak konsisten. Pada model pertama dan ketiga, tanda koefisien *business risk* positif signifikan, sedangkan pada model kedua dan keempat, negatif signifikan. Fenomena ini mengindikasikan kecenderungan adanya *coinciding* atau peran faktor-faktor industri yang spesifik. Uji lanjutan dengan *random model* dan model tanpa *intercept* menguatkan kecenderungan adanya *coinciding* atau faktor-faktor industri yang spesifik. Pengaruh variabel *business risk* tidak *robust* setelah mengontrol efek kecenderungan dan industri. Konfirmasi tanda koefisien *business risk* dengan *fixed, random* dan model tanpa *intercept* (Tabel 6) menyatakan dua dari tiga model koefisien *business risk* yang negatif. Dengan demikian disimpulkan bahwa *business risk* berhubungan negatif dengan *debt maturity*.

Tabel 6

**The Pooled Regression Model variabel Debt Maturity
Komparasi Fixed, Random dan None model**

Variabel	<i>Fixed</i>	<i>Random</i>	<i>None</i>
C	-0.451087***	-0.451087***	
FC	0.026777***	0.026777***	0.011796***
GO	1.96E-05***	1.96E-05***	1.96E-05***
FS	0.055179***	0.055179***	0.026550***
AT	0.218689***	0.218689***	0.241915***
FA	-0.001202***	-0.001202***	-0.002697***
BR	-1.02E-08***	-1.02E-08***	7.02E-08***
ID1	0.185043***	0.185043***	0.158023***
ID2	0.160616***	0.160616***	0.139490***
ID3	0.182617***	0.182617***	0.165394***
ID5	0.055082***	0.055082***	0.010570***
ID6	0.088255***	0.088255***	0.040019***
ID7	0.092419***	0.092419***	0.032334***
ID8	-0.056271***	-0.056271***	-0.092674***
ID9	0.181666***	0.181666***	0.128009***
ID10	0.096428***	0.096428***	0.115188***
YD1	-0.038456***	-0.038456***	-0.056461***
YD2	-0.096103***	-0.096103***	-0.108395***
YD3	-0.042394***	-0.042394***	-0.052009***
YD4	-0.043942***	-0.043942***	-0.051117***
YD5	-0.048567***	-0.048567***	-0.054980***
YD6	-0.004055	-0.004055	-0.009872***
YD7	0.008383***	0.008383***	0.002267
YD8	0.022796***	0.022796***	0.019774***
YD9	-0.001319	-0.001319	-0.003146
<i>R-squared</i>	0.142764	0.142764	0.125972
<i>Adjusted R-squared</i>	0.142020	0.142652	0.125863
<i>F-statistic</i>	191.9142	1280.372	
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000000	0.000000	

Keterangan:

*** signifikan pada level 0.01

** signifikan pada level 0.05

* signifikan pada level 0.10

Bodie & Taggart (1978) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan dengan risiko bisnis yang makin tinggi memperkirakan mengalami *agency costs of debt* yang lebih tinggi. Dengan kata lain, perusahaan-perusahaan dengan risiko bisnis yang lebih

tinggi lebih cenderung menghadapi *financial distress*, suatu kejadian yang memicu *underinvestment problem*. Jika perusahaan-perusahaan membuat investasi yang menguntungkan di masa mendatang, hanya sebagian dari manfaat bersih yang akan

didapat oleh pemegang saham, sementara sisanya akan berpindah ke pemberi utang. Karena pemegang saham tidak mampu untuk mengeruk manfaat sepenuhnya dari investasi tambahan, mereka akan berinvestasi lebih rendah dari tingkat optimal. Karena utang jangka pendek dapat digunakan untuk mengurangi masalah ini, *the agency cost perspective* menyatakan bahwa peminjam dalam bisnis yang lebih berisiko memiliki insentif untuk menurunkan *agency costs* dengan memperpendek *debt maturi*.

SIMPULAN

Perusahaan-perusahaan terbuka non keuangan yang dikontrol keluarga di Indonesia menggunakan porsi utang jangka panjang yang lebih besar dibandingkan 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 dipergunakan utang jangka pendek ataupun alasan kesulitan mencari sumber dana lain saat utang jangka pendek jatuh tempo. Argumen tersebut dikemukakan menimbang keluarga berkeinginan kuat untuk memegang kontrol dan mengurangi risiko kebangkrutan.

DAFTAR PUSTAKA

- 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. MJ. (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 & Fakhruddin, 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 dividends, 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.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, 46, 97-113.
- 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.

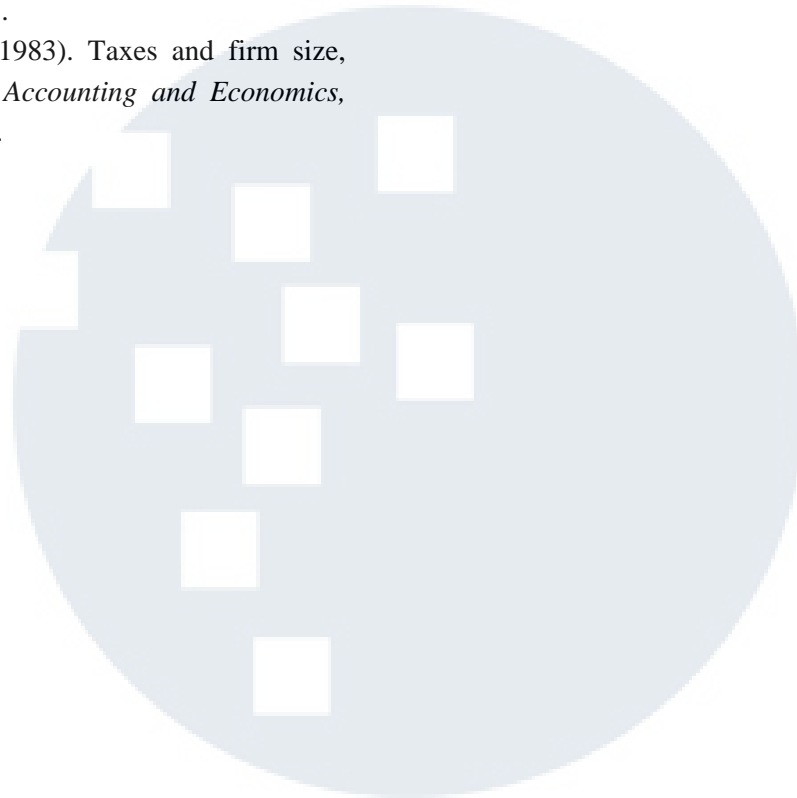
- Mayer, C. (2001). Firm Control in *Corporate governance: Essay in honor of Horst Albach*. J. Schwabach (ed), Springer.
- McConaughy, L.D; Matthews, C.H., & Fialko, A.S. (2001). Founding family controlled firms: performance, risk and value, *Journal of Small Business Management, Milwaukee*, January, 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). *Views 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