

## BAB 4

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN HASIL

#### 4.1 Pemilihan Sampel

Jumlah populasi awal untuk perusahaan manufaktur pada tahun 2007 adalah 142 perusahaan. Dari jumlah tersebut, jumlah perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2003 hingga tahun 2007 adalah 137 perusahaan. Jumlah perusahaan yang tidak memiliki pemegang blok saham berjumlah dua perusahaan, yang memiliki periode fiskal yang tidak berakhir pada tanggal 31 Desember adalah satu perusahaan, yang memiliki ekuitas negatif minimal satu tahun dari total lima tahun observasi adalah 23 perusahaan, dan yang merupakan *outlier* dari penelitian adalah 29 perusahaan. Apabila perusahaan-perusahaan tersebut dihilangkan dari sampel maka total sampel untuk penelitian adalah 94 perusahaan. Tabel berikut ini merangkum pemilihan sampel:

**Tabel 4.1**  
**Pemilihan Sampel Penelitian**

Kriteria	Jumlah Sampel (Perusahaan)
Jumlah awal	142
<i>Listing</i> selama lima tahun dari tahun 2003 hingga 2007	137
Memiliki kepemilikan blok saham	135
Memiliki periode fiskal yang berakhir tanggal 31 Desember	134
Memiliki ekuitas positif selama lima tahun dari tahun 2003 hingga 2007	111
Bukan <i>outlier</i>	82

Sumber : Hasil Olahan Penulis, 2009.

#### 4.2 Statistik Deskriptif

Tabel berikut ini merangkum statistik deskriptif dari setiap variabel yang dibutuhkan untuk seluruh model:

**Tabel 4.2**  
**Statistik Deskriptif**

Var	Mean	Median	Max	Min	Stdev	Skewness	Kurtosis
<i>PROF</i>	0,040770	0,031000	0,208500	-0,207500	0,056405	0,113074	3,886120
<i>CAPS</i>	1,410829	1,100000	6,440000	0,080000	1,147717	1,457850	5,314122
<i>BLOINF</i>	0,089130	0,000000	0,773300	0,000000	0,146813	2,304233	8,904047
<i>BLONF</i>	0,551736	0,587100	0,948000	0,000000	0,254752	-0,755793	2,928452
<i>KONS</i>	0,498523	0,510100	0,936000	0,000000	0,198901	0,061877	2,356625
<i>SIZE</i>	5,923333	5,839136	7,802908	4,370342	0,665171	0,401789	3,361797
<i>TANG</i>	0,398292	0,376877	0,881913	0,000786	0,208590	0,267989	2,258023
<p><i>PROF</i> = Kinerja keuangan perusahaan (<i>ROA</i>)  <i>CAPS</i> = Struktur modal perusahaan (<i>Debt to Equity Ratio</i>)  <i>BLOINF</i> = Kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan  <i>BLONF</i> = Kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan  <i>KONS</i> = Konsentrasi Kepemilikan  <i>SIZE</i> = Ukuran perusahaan (<i>Log Total Assets</i>)  <i>TANG</i> = Struktur aset perusahaan (<i>Fixed assets/Total Assets</i>)</p>							

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

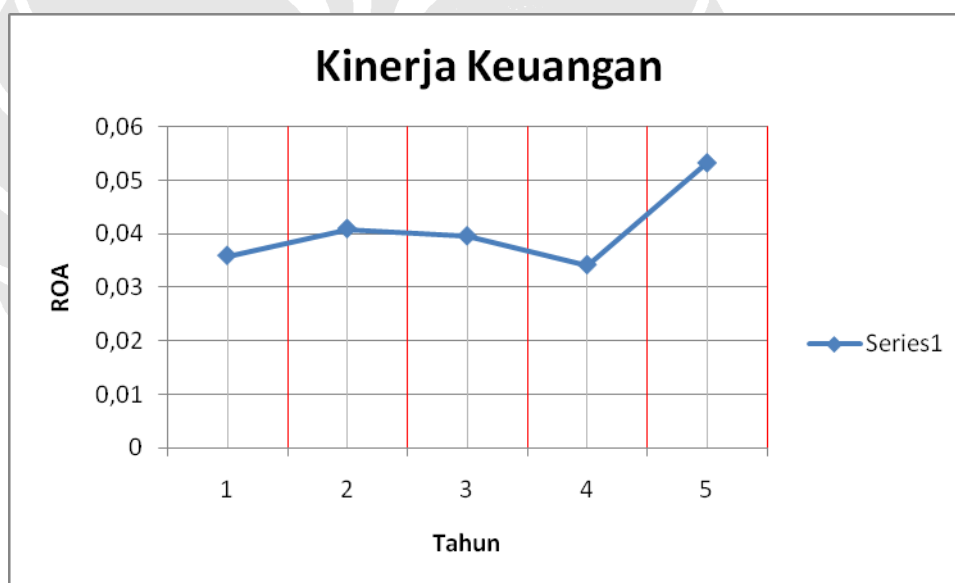
Rata-rata perusahaan manufaktur memiliki *ROA* sebesar 4,077 persen atau 0,04077. Nilai rata-rata dari rasio utang di dalam struktur modal untuk perusahaan-perusahaan manufaktur dari tahun 2003 hingga 2008 adalah 1,410829. Angka ini menandakan bahwa umumnya perusahaan-perusahaan tersebut menggunakan pendanaan utang lebih banyak dibandingkan jumlah ekuitas. Hal ini mendukung pendapat dari Rudianto et al (2003) bahwa pendanaan utang adalah pendanaan yang murah dan cepat dibandingkan penerbitan saham. Karakteristik inilah yang menyebabkan pendanaan utang lebih dipilih perusahaan manufaktur untuk mendanai aktivitas operasional dan proyek-proyek mereka. Nilai rata-rata dari kepemilikan saham oleh institusi keuangan adalah 0,089130 atau, secara rata-rata, 8,913 persen saham perusahaan manufaktur dipegang oleh institusi keuangan. Nilai rata-rata dari kepemilikan saham oleh perusahaan nonkeuangan adalah 0,551736 atau 55,1736 persen saham perusahaan manufaktur dipegang oleh perusahaan yang bergerak pada sektor nonkeuangan. Konsentrasi kepemilikan di perusahaan manufaktur masih cukup tinggi, hal ini ditunjukkan oleh angka rata-rata konsentrasi kepemilikan pada perusahaan manufaktur dari tahun 2003 hingga 2007 yang menunjukkan angka 0,49523 atau 49,523 persen, rata-rata, dari saham setiap perusahaan dipegang oleh *ultimate shareholder* atau

pemegang saham dengan persentase terbanyak. Rata-rata ukuran perusahaan adalah 5,923333. Angka tersebut adalah rata-rata dari *logaritma* total aset perusahaan-perusahaan manufaktur dari tahun 2003 hingga 2008. Sementara rata-rata dari struktur aset perusahaan adalah 0,398292 atau, secara rata-rata, 39,8292 persen dari total aset perusahaan-perusahaan manufaktur adalah berupa aset tetap bersih.

#### 4.2.1 Kinerja Keuangan Perusahaan

Berikut ini adalah tren secara rata-rata dari kinerja keuangan perusahaan perusahaan dari tahun 2003 hingga 2007:

Gambar 4.1  
Grafik Tren Profitabilitas



Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

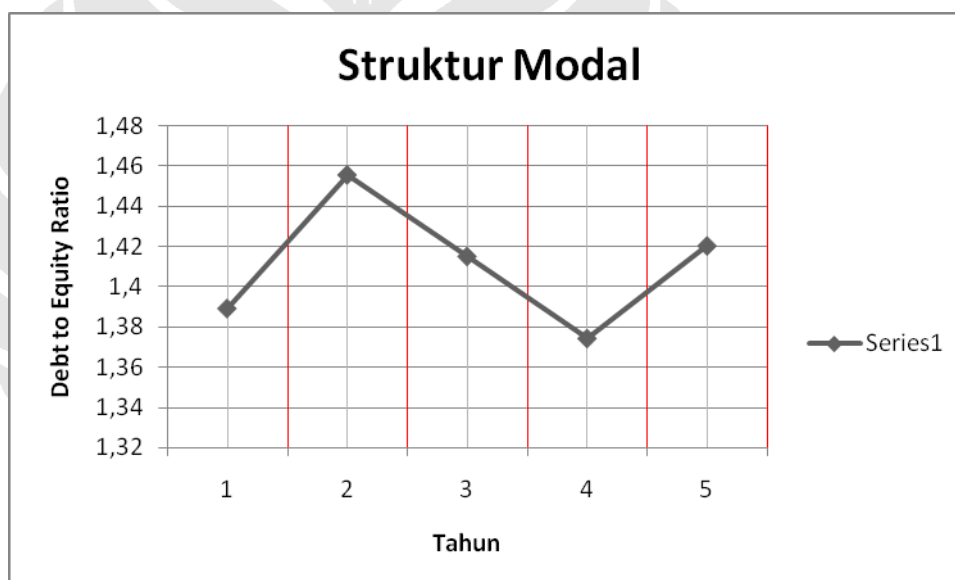
Secara rata-rata, profitabilitas mengalami fluktuasi selama empat tahun pertama dan meningkat pada tahun ke lima atau tahun 2007. Pergerakan tersebut menunjukkan bahwa, secara rata-rata, perusahaan manufaktur mampu meraih peningkatan keuntungan pada tahun ke lima. Selain itu, Perusahaan-perusahaan manufaktur juga mampu menjaga pergerakan kinerja keuangan mereka selama lima tahun.

Rata-rata profitabilitas untuk tahun 2003 adalah 0,0359 atau 3,59 persen, tahun 2004 adalah 0,04094 atau 4,094 persen, tahun 2005 adalah 0,039572 atau 3,9572 persen, tahun 2006 adalah 0,034151 atau 3,4151 persen, dan untuk tahun 2007 adalah 0,053284 atau 5,3284 persen. Kinerja keuangan rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2007 atau tahun kelima dari periode penelitian.

#### 4.2.2 Struktur Modal

Berikut ini adalah tren dari struktur modal yang digambarkan dengan rasio utang rata-rata perusahaan manufaktur dalam jangka waktu 2003 hingga 2007:

Gambar 4.2  
Grafik Tren Struktur Modal



Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Rasio utang rata-rata perusahaan manufaktur meningkat pada tahun ke dua kemudian menurun selama dua tahun serta dan meningkat pada tahun kelima. Rata-rata *debt to equity ratio* untuk tahun 2003 adalah 1,389146, tahun 2004 adalah 1,455488, tahun 2005 adalah 1,415, tahun 2006 adalah 1,374268, dan tahun 2007 adalah 1,420244. Nilai *debt to equity ratio* selama lima tahun tersebut menunjukkan perusahaan-perusahaan manufaktur cenderung menggunakan utang sebagai pendanaan mereka dibandingkan dengan penerbitan saham baru. Rata-rata

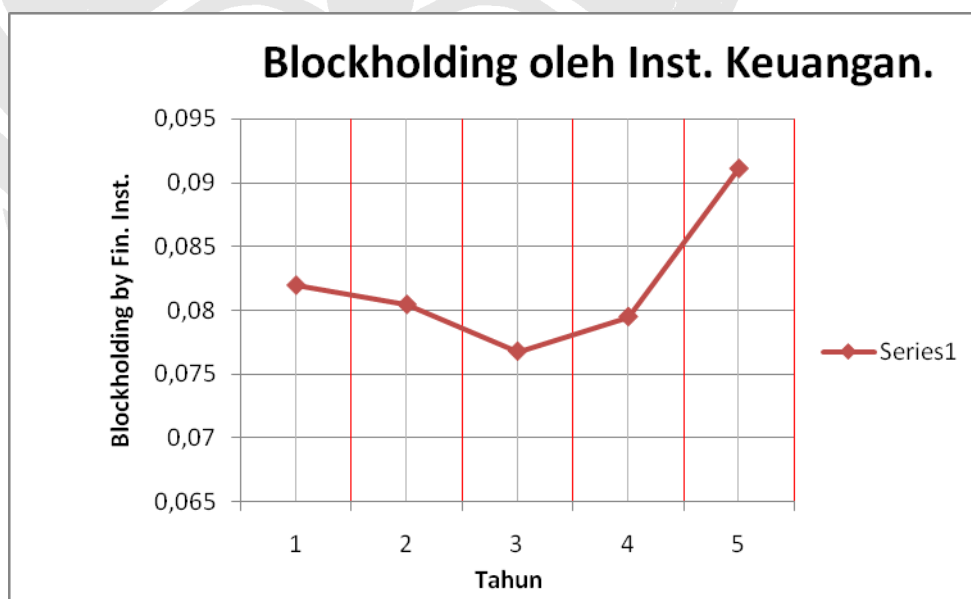
rasio utang tertinggi terdapat pada tahun 2003 atau tahun kedua dari periode penelitian

Rasio hutang yang cenderung fluktuatif pada interval tertentu disebabkan sebagian besar perusahaan-perusahaan manufaktur menjaga tingkat utang mereka walaupun jumlah utang lebih besar dari ekuitas. Penjagaan tingkat utang ini dimaksudkan agar perusahaan tidak mengalami peningkatan risiko yang akan mampu membawa perusahaan ke dalam kondisi *financial distress*.

#### 4.2.3 Kepemilikan Blok Saham Oleh Institusi Keuangan

Berikut ini adalah grafik yang menunjukkan tren rata-rata dari kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan selama lima tahun :

Gambar 4.3  
Grafik Tren Kepemilikan Blok Saham Oleh Institusi Keuangan



Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Grafik tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan cenderung menurun pada tiga tahun awal periode penelitian kemudian meningkat pada dua tahun terakhir. Peningkatan tertajam terjadi pada tahun 2007 atau pada tahun kelima dari periode penelitian. Peningkatan ini cenderung

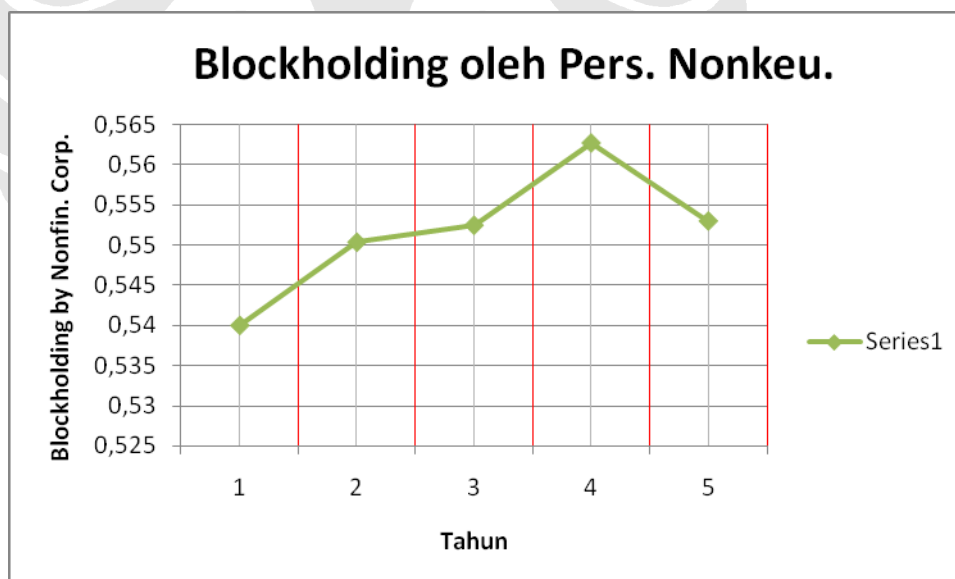
diakibatkan semakin bertambahnya kepemilikan blok saham oleh perusahaan-perusahaan keuangan asing.

Kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan untuk tahun 2003 secara rata-rata adalah 0,08193 atau 8,193 persen, tahun 2004 adalah 0,080417 atau 8,0417 persen, tahun 2005 adalah 0,07655 atau 7,655 persen, tahun 2006 adalah 0,079467 atau 7,9467 persen, dan pada tahun 2007 adalah 0,09108 atau 9,108 persen. Tahun 2007 atau tahun kelima dari periode penelitian menunjukkan rata-rata kepemilikan saham tertinggi dari empat periode penelitian lainnya.

#### 4.2.4 Kepemilikan Blok Saham Oleh Perusahaan Nonkeuangan

Gambar berikut ini menjelaskan tren dari rata-rata kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan dari jangka waktu 2003 hingga tahun 2007:

**Gambar 4.4**  
**Grafik Tren Kepemilikan Blok Saham Oleh Perusahaan Nonkeuangan**



Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

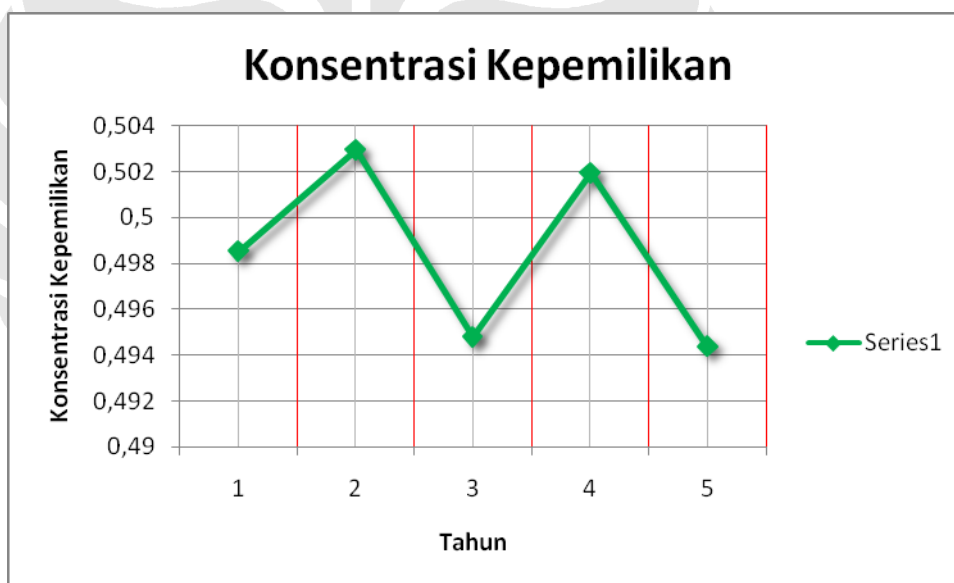
Rata-rata kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan meningkat pada empat tahun pertama periode penelitian kemudian menurun pada tahun kelima. Pergerakan pada tahun kelima ini sedikit berbeda dengan pergerakan dari kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan. Kepemilikan

blok saham oleh perusahaan nonkeuangan secara rata-rata di tahun 2003 adalah 0,540078 atau 54,0078 persen, tahun 2004 adalah 0,550387 atau 55,0387 persen, tahun 2005 adalah 0,552491 atau 55,2491 persen, tahun 2006 adalah 0,562699 atau 56,2699 persen, dan tahun 2007 adalah 0,553027 atau 55,3027 persen. Kepemilikan blok saham oleh perusahaan keuangan rata-rata tertinggi tercatat pada tahun 2006 atau tahun keempat dari periode penelitian.

#### 4.2.5 Konsentrasi Kepemilikan

Grafik berikut ini menjelaskan tren atau pergerakan dari konsentrasi kepemilikan selama lima tahun:

Gambar 4.5  
Grafik Tren Konsentrasi Kepemilikan



Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

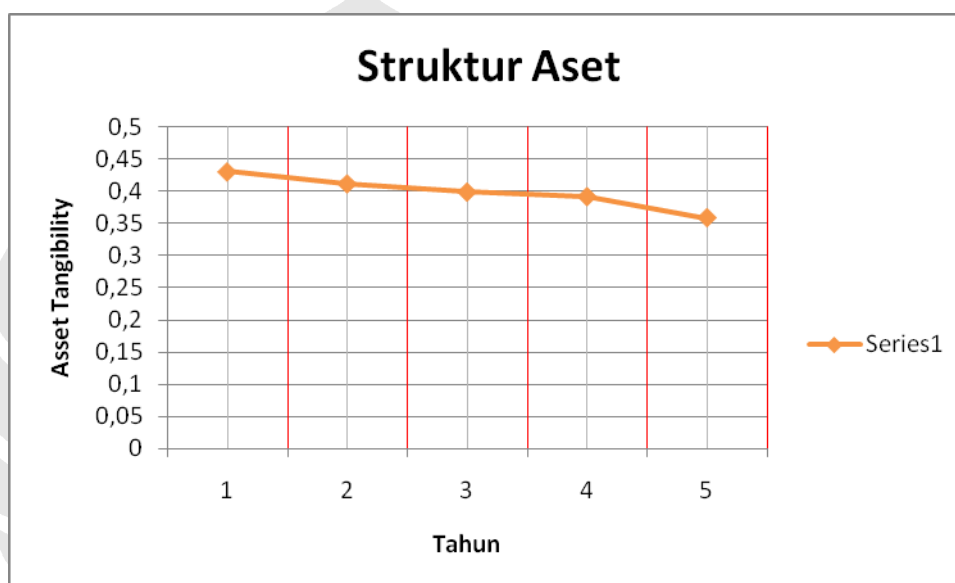
Konsentrasi kepemilikan cenderung fluktuatif selama lima tahun periode penelitian. Namun fluktuasi ini terjadi dalam interval yang tetap. Dengan demikian, rata-rata konsentrasi kepemilikan tetap terjaga dan tidak berubah dalam interval tertentu. Rata-rata konsentrasi kepemilikan untuk tahun 2003 adalah 0,498537 atau 49,8537 persen, tahun 2004 adalah 0,502957 atau 50,2957 persen, tahun 2005 adalah 0,494791 atau 49,4791 perseb, tahun 2006 adalah 0,50195 atau 50,195 persen, dan tahun 2007 adalah 0,494391 atau 49,391 persen. Angka

konsentrasi kepemilikan rata-rata tertinggi selama lima tahun periode penelitian terjadi pada tahun 2003.

#### 4.2.6 Struktur Aset

Grafik berikut menjelaskan tren dari persentase aset tetap terhadap total aset perusahaan-perusahaan manufaktur selama lima tahun periode penelitian:

Gambar 4.6  
Grafik Tren Struktur Aset



Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

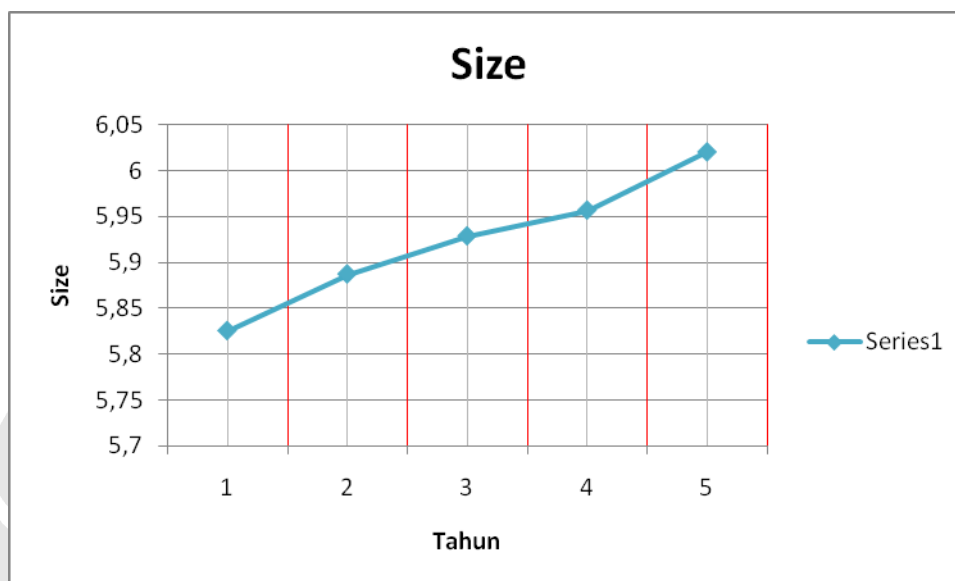
Struktur aset perusahaan cenderung stabil selama lima tahun periode penelitian atau dari tahun 2003 hingga tahun 2007. Penurunan yang cenderung tetap selama lima tahun diakibatkan berkurangnya nilai aset tetap bersih rata-rata. Penyebab utama dari penurunan tersebut adalah adanya penyusutan dari aset tetap. Rata-rata struktur aset untuk tahun 2003 adalah 0,43021 atau 43,021 persen, tahun 2004 adalah 0,411725 atau 41,1725 persen, tahun 2005 adalah 0,398823 atau 39,8823 persen, tahun 2006 adalah 0,391761 atau 39,1761 persen, dan untuk tahun 2007 adalah 0,35853 atau 35,853 persen. Karena penurunan yang cenderung tetap ini maka nilai struktur aset tertinggi terjadi pada awal tahun periode penelitian atau pada tahun 2003.



#### 4.2.7 Ukuran Perusahaan

Grafik berikut ini menjelaskan tren dari ukuran perusahaan dari tahun 2003 hingga tahun 2007:

Gambar 4.7  
Grafik Tren Ukuran Perusahaan



Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Ukuran perusahaan meningkat secara stabil dalam lima tahun periode penelitian. Peningkatan ini diakibatkan peningkatan total aset perusahaan dari tahun 2003 hingga tahun 2007. Ukuran perusahaan rata-rata untuk tahun 2003 adalah 5,825208, tahun 2004 adalah 5,886829, tahun 2005 adalah 5,928423, tahun 2006 adalah 5,95642, dan tahun 2007 adalah 6,019783. Karena peningkatan ini cenderung konsisten selama lima tahun periode penelitian maka ukuran perusahaan rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2007 atau tahun kelima dari periode penelitian.

#### 4.3 Pengaruh Kepemilikan Blok Saham dan Konsentrasi Kepemilikan Terhadap Rasio Utang di Dalam Struktur Modal

Pengolahan data untuk jenis data panel memiliki tiga macam alternatif metode seperti yang sudah dijelaskan pada bab sebelumnya yaitu:

1. Metode *Pooled Least Square (PLS)* atau *Common Constant*,
2. Metode pendekatan efek tetap atau *Fixed-Effect Method (FEM)*,
3. Metode pendekatan efek acak atau *Random-Effect Method (REM)*.

#### 4.3.1 Uji Chow (*Chow Test*)

Uji Chow atau *Chow Test* bertujuan untuk memilih antara metode *PLS* dan metode pendekatan efek tetap atau *FEM*. Uji Chow dilakukan dengan membandingkan nilai F-hitung dengan F-tabel untuk setiap model. Rumus F-hitung adalah sebagai berikut:

$$F = \frac{\frac{(R^2_{FEM} - R^2_{CC})}{N-1}}{\frac{(1 - R^2_{FEM})}{NT - N - K}} \approx F(N-1, NT - N - K)$$

dimana :

$R^2_{FEM}$  = Nilai  $R^2$  untuk pendekatan efek tetap

$R^2_{CC}$  = Nilai  $R^2$  untuk pendekatan metode kuadrat terkecil (*PLS*)

N = Jumlah observasi *cross-section*

T = Jumlah observasi *time-series*

K = Jumlah variabel termasuk *intercept*

Hipotesis untuk uji chow adalah sebagai berikut:

$H_0$  : Metode *Common Constant (PLS)*

$H_1$  : Pendekatan efek tetap (*FEM*)

Kriteria penolakan  $H_0$  adalah apabila F-hitung lebih besar dari F-tabel.

Metode *Common Constant* mengasumsikan tidak ada perbedaan karakteristik dari setiap data *cross-section* sehingga metode ini digunakan apabila peneliti tidak bermaksud untuk membedakan karakteristik perusahaan dalam sebuah penelitian. Asumsi tersebut menyebabkan nilai *intercept* adalah tetap untuk setiap observasi (Gujarati, 2004). Hal tersebut mengakibatkan bahwa metode *PLS* atau *Common-Constant* terlalu sederhana untuk estimasi dari sebuah

kejadian. Dengan metode kuadrat terkecil, dari model tersebut, nilai  $R^2$  adalah 0,087367 atau hanya 8,7367 persen.

Pendekatan efek tetap atau *Fixed Effect Method (FEM)* memperbolehkan perbedaan karakter antar observasi *cross-section* yang dicerminkan melalui perbedaan *intercept*. Dari hasil pengolahan data menggunakan pendekatan efek tetap, hanya satu variabel yang signifikan yaitu ukuran perusahaan. Nilai  $R^2$  dari pengolahan data menggunakan efek tetap adalah 0,807140 atau 80,0176 persen.

Tabel berikut ini merangkum nilai-nilai yang dibutuhkan dalam uji Chow (*Chow test*):

**Tabel 4.3**  
Rangkuman Nilai-Nilai Untuk Uji Chow Model Pertama

Keterangan	Common	Fixed Effect
<i>R-square</i>	0,087367	0,807140
n		82
t		5
K		6
F-tabel (82,322)		1,24
n = Jumlah observasi <i>cross-section</i> t = Jumlah observasi <i>time-series</i> (tahun) K = Jumlah variabel penjelas		

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Pemilihan metode regresi antara metode *common-constant* dengan pendekatan efek tetap dapat dilakukan dengan menghitung F-hitung:

$$F - hitung = \frac{(0,807140 - 0,087367)}{\frac{82 - 1}{410 - 6 - 82}} = 14,83625$$

Dengan nilai F-tabel adalah 1,24 maka F-hitung lebih besar dari F-tabel pada tingkat signifikansi 95 persen ( $14,83625 > 1,24$ ), maka tolak  $H_0$ . Sehingga metode yang dipilih adalah pendekatan efek tetap atau *Fixed Effect Methode (FEM)*.

### 4.3.2 Uji Hausman (*Hausman Test*)

Uji hausman (*Hausman test*) dilakukan setelah uji chow apabila metode efek tetap digunakan. Nilai yang harus diperhatikan pada uji hausman adalah nilai probabilitas dari *chi-square*. Hipotesis yang digunakan dalam uji hausman adalah sebagai berikut:

$H_0$  : Pendekatan efek acak (*REM*)

$H_1$  : Pendekatan efek tetap (*FEM*)

Kriteria penolakan  $H_0$  adalah apabila probabilitas dari *chi-square* lebih kecil dari tingkat alpha lima persen ( $p\text{-value} < 0,05$ ) (Gujarati, 2004). Hasil uji hausman adalah sebagai berikut ini:

**Tabel 4.4**  
Rangkuman Hasil Uji Hausman Model Pertama

Keterangan	Chi-Square	Probabilitas
<i>Cross-Section Random</i>	5	0,00000

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Nilai probabilitas *chi-square* dari *cross-section random effect* adalah 0,00000 atau *significant* dengan tingkat keyakinan 95 persen atau alpha 5 persen. Karena probabilitas *chi-square* lebih kecil dari alpha 5 persen ( $p\text{-value} < 0,05$ ) maka  $H_0$  ditolak. Dengan demikian, metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan efek tetap.

### 4.3.3 Kesimpulan Pemilihan Metode

Tabel 4.4 merangkum hasil uji chow dan hausman serta metode yang digunakan untuk model pertama:

**Tabel 4.5**  
Rangkuman Pemilihan Metode Model Pertama

Model	Uji	Hasil	Metode Yang Dipakai
1	Chow	<i>Fixed Effect</i>	<i>Fixed-Effect Methode (FEM)</i>
	Hausman	<i>Fixed Effect</i>	

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

#### 4.4 Uji Asumsi Klasik Model Pertama

Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya, estimator yang baik adalah estimator yang memenuhi asumsi *BLUE (Best Linier Unbiased Estimator)*. Namun data panel memiliki beberapa jenis masalah pelanggaran asumsi yaitu:

1. Multikolinearitas
2. Autokorelasi
3. Heterokedastisitas

##### 4.4.1 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah keterkaitan antara variabel-variabel bebas di dalam sebuah model estimasi. Salah satu ciri model mengalami masalah multikolinearitas adalah banyaknya variabel bebas yang tidak signifikan namun model menunjukkan nilai  $R^2$  yang tinggi. Pengujian multikolinearitas dapat dideteksi dengan menggunakan berbagai macam uji, salah satunya adalah matriks korelasi antar variabel yang penulis gunakan di dalam penelitian ini. Di dalam matriks ini, multikolinearitas dapat terjadi di dalam sebuah model apabila ada korelasi antar dua variabel dengan nilai di atas 0,8 (*rule of thumb*) (Nachrowi dan Usman, 2007; Andriani, 2008). Penulis mencari matriks korelasi ini dengan *software STATA 10*. Berikut ini adalah matriks korelasi untuk model pertama.

**Tabel 4.6**  
**Matriks Korelasi Antar Variabel Untuk Model Pertama**

	<i>BLOINF</i>	<i>BLONF</i>	<i>KONS</i>	<i>SIZE</i>	<i>TANG</i>
<i>BLOINF</i>	1,0000				
<i>BLONF</i>	-0,4727	1,0000			
<i>KONS</i>	-0,1808	0,3643	1,0000		
<i>SIZE</i>	0,0017	0,0432	0,0658	1,0000	
<i>TANG</i>	0,0782	0,0723	0,0192	0,1897	1,0000
<i>BLOINF</i>	= Kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan				
<i>BLONF</i>	= Kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan				
<i>KONS</i>	= Konsentrasi kepemilikan				
<i>SIZE</i>	= Ukuran perusahaan (Log Total Asset)				
<i>TANG</i>	= Struktur kepemilikan (Fixed Asset/Total Asset)				

Sumber : Output STATA 10 Telah Diolah Kembali, 2009.

Matriks korelasi antar variabel tersebut menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antar variabel di dalam model pertama. Hal tersebut ditunjukkan dengan tidak adanya korelasi antar variabel yang melebihi nilai 0,8.

#### 4.4.2 Uji Autokorelasi

Nachrowi dan Usman (2007) berpendapat bahwa penggunaan pendekatan efek tetap dalam pengolahan data panel dapat mengabaikan gejala autokorelasi. Hal ini disebabkan korelasi antara komponen *error* atau residual dengan variabel bebas sulit terpenuhi (Nachrowi dan Usman, 2007; Pinagara, 2009). Uji autokorelasi dapat dilakukan dengan melihat nilai *Durbin-Watson (DW-Stat)* dan membandingkannya di dalam tabel *Durbin-Watson*. Tabel berikut ini merangkum nilai batas atas dan batas bawah di dalam tabel *Durbin-Watson* untuk model pertama:

**Tabel 4.7**  
**Nilai Untuk Tabel *Durbin-Watson* Model Pertama**

Keterangan	Nilai
N	82
k	6
dL (94,6)	1,480
dU (94,6)	1,801
DW-stat	1,280820
N = Jumlah observasi <i>cross section</i> k = Jumlah variabel dL = Batas bawah tabel <i>DW</i> dU = Batas atas tabel <i>DW</i>	

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Nilai-nilai tersebut dapat digunakan untuk mengidentifikasi keseluruhan nilai di dalam tabel *Durbin-Watson* untuk penelitian ini:

**Gambar 4.8**  
**Tabel Durbin-Watson Untuk Model Pertama**

Adanya Autokorelasi positif	Tidak tahu	Tidak ada Autokorelasi	Tidak tahu	Adanya Autokorelasi Negatif		
0	1,480	1,801	2	2,199	2,520	4

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Dengan memasukkan nilai *DW-stat* pada tabel diatas, maka dapat diketahui bahwa model pertama mengalami masalah autokorelasi positif. Sesuai dengan pendapat Nachrowi dan Usman (2007), autokorelasi dapat diabaikan, namun dapat juga dihilangkan dengan menambahkan variabel *autoregressive (AR)* ke dalam persamaan.

#### 4.4.3 Uji Heteroskedastisitas

Gejala heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan *White-test* dan *Breusch-Godfrey (BG)-test*. Untuk data panel, fitur tersebut dihilangkan dalam *software Eviews*. Sebagai alternatif, uji gejala heteroskedastis dapat dilihat dengan membandingkan antara pengolahan data tanpa perlakuan khusus dan pengolahan data dengan perlakuan khusus berupa *White Heteroscedasticity Standard-Error and Covariance*. Uji tersebut menyebabkan beberapa perubahan signifikansi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Perubahan tersebut dirangkum dalam tabel berikut:

**Tabel 4.8**  
**Efek Perubahan Signifikansi Variabel Tanpa Dan Dengan Treatment Model Pertama**

Variabel	Tanpa Treatment	Dengan Treatment
<i>TANG</i>	Tidak Signifikan	Signifikan
<i>TANG</i> = Struktur aset perusahaan ( <i>fixed assets/total assets</i> )		

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Perubahan signifikansi tersebut diakibatkan oleh dikonsistensikannya varians *error* atau residual. Hal ini menandakan bahwa dalam model pertama terjadi gejala heteroskedastisitas. Sedangkan nilai  $R^2$  tetap 0,80714 atau 80,714 persen.

#### 4.5 Kriteria Statistik Model Pertama

Kriteria statistik dilihat dengan melihat beberapa nilai dari hasil regresi, yaitu:

- Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* atau koefisien determinasi
- Nilai *F-statistik* untuk keseluruhan variabel bebas terhadap variabel terikat
- Nilai *t-statistik* untuk masing-masing variabel bebas

Tabel berikut ini merangkum hasil regresi untuk model pertama:

**Tabel 4.9**  
Rangkuman Hasil Regresi Model Pertama

Keterangan	Dugaan Tanda	Variabel	Koefisien	t-stat	Probabilitas
<i>t-stat</i>	+/-	<i>BLOINF</i>	-1,800130	-2,748821	0,0063*
	+/-	<i>BLONF</i>	-4,237453	-9,222958	0,0000*
	+/-	<i>KONS</i>	3,416677	7,624965	0,0000*
	+	<i>SIZE</i>	2,038998	9,006117	0,0000*
	+	<i>TANG</i>	0,664487	2,973413	0,0032*
N	82				
<i>Adj-R Square</i>	0,755791				
<i>F-Stat</i>	15,71853				
<i>Prob F-Stat</i>	0,0000				
<i>DW-Stat</i>	1,280820				
<i>BLOINF</i> = Kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan					
<i>BLONF</i> = Kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan					
<i>KONS</i> = Konsentrasi kepemilikan					
<i>SIZE</i> = Ukuran perusahaan ( <i>log total assets</i> )					
<i>TANG</i> = Struktur asset ( <i>fixed assets/total assets</i> )					
* = signifikan pada tingkat 1%					

Sumber : Output Eviews 6 Telah Diolah Kembali, 2009.

##### 4.5.1 Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Nilai  $R^2$  atau nilai koefisien determinasi mencerminkan seberapa besar variabel terikat dijelaskan oleh sebuah model estimasi. Namun untuk mengukur sebuah model baik atau tidak, peneliti menggunakan nilai *adjusted R<sup>2</sup>*. Nilai koefisien determinasi yang telah disesuaikan ini mengukur lebih riil berapa persen variabel terikat dapat dijelaskan oleh sebuah model.



Hasil regresi untuk model pertama menunjukkan bahwa nilai *adjusted R<sup>2</sup>* adalah sebesar 0,755791. Hal ini menandakan bahwa struktur modal, sebagai variabel terikat di dalam model ini, dapat dijelaskan 75,5791 persen oleh model pertama. Angka ini juga menunjukkan bahwa 0,244209 atau 24,4029 persen dari struktur modal dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

#### **4.5.2 Signifikansi Linier Berganda (*F-stat*)**

Nilai *F-stat* pada model pertama adalah sebesar 15,71853 dengan probabilitas sebesar 0 persen nilai tersebut lebih kecil dari tingkat alpha 1 persen pada tingkat keyakinan 99 persen atau dapat dikategorikan sebagai *highly significant* ( $p\text{-value} < 0,01$ ). Secara bersama-sama kepemilikan blok saham oleh perusahaan keuangan, kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan, konsentrasi kepemilikan, ukuran perusahaan, dan struktur aset perusahaan mempengaruhi secara signifikan struktur modal.

#### **4.5.3 Signifikansi Parsial (*t-stat*)**

Signifikansi parsial menjelaskan hubungan masing-masing variabel bebas atau penjelas terhadap variabel terikat. Berikut ini adalah penjelasan nilai *t-stat*, penjelasan hubungan, serta penerimaan hipotesis untuk masing-masing variabel bebas.

##### **4.5.3.1 Kepemilikan Blok Saham Oleh Institusi Keuangan (*BLOINF*)**

Nilai *t-stat* untuk variabel *BLOINF* adalah -2,748821 dengan probabilitas 0,0063. Nilai probabilitas ini lebih kecil dari alpha 1 persen atau pada tingkat keyakinan 99 persen ( $p\text{-value} < 0,01$ ). Sementara nilai koefisien kepemilikan blok saham oleh perusahaan keuangan adalah -1,800130 atau memiliki arah negatif. Dengan demikian kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Kesimpulan penelitian ini menandakan bahwa **H1a diterima**. Hasil penelitian ini juga mengindikasikan bahwa masalah agensi dapat dikatakan tidak di dalam perusahaan yang sahamnya sebagian besar dimiliki oleh institusi keuangan. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh saham oleh institusi atau perusahaan, baik keuangan ataupun nonkeuangan, akan dapat semakin menggantikan kredit sebagai pengontrol manajemen. Hal ini disebabkan investor berupa institusi atau perusahaan memiliki kemampuan yang cukup baik dalam mengontrol tindakan manajemen dan mengambil informasi-informasi tentang perusahaan *investee*-nya. Selain itu perusahaan dan institusi keuangan juga dapat bertindak sebagai kreditor dari *investee*. Penggunaan pendanaan dengan utang akan meningkatkan risiko perusahaan yaitu berupa risiko kebangkrutan. Bergloff dan Perotti (1994) berpendapat bahwa kreditor cenderung untuk menghindari risiko, sehingga mereka menghindari penambahan risiko oleh perusahaan terutama peningkatan utang.

Pendapat ini searah dengan pendapat dari Chaganti dan Damanpour (1991) dan Soebiantoro dan Sujoko (2007). Chaganti dan Damanpour (1991) berpendapat bahwa kepemilikan saham oleh perusahaan, baik keuangan ataupun nonkeuangan, dari eksternal perusahaan akan menekan tingkat utang perusahaan. Hal ini disebabkan karena investor berupa perusahaan atau institusional cenderung bersifat menghindari risiko. Karena itulah dalam menarik investor institusional, perusahaan cenderung mengurangi tingkat risiko yang mereka miliki, salah satunya dengan mengurangi tingkat utang. Hasil penelitian ini juga searah dengan penelitian Soebiantoro dan Sujoko (2007). Soebiantoro dan Sujoko (2007) mengemukakan bahwa kepemilikan saham dalam jumlah besar oleh perusahaan atau institusi tertentu akan menjadi monitor yang sangat efektif di dalam sebuah perusahaan. Rahadian (2008) berpendapat bahwa investor institusional cenderung melakukan investasi dalam jumlah yang besar. Karena itu mereka akan sangat menghindari risiko dan cenderung menghindari penggunaan pendanaan dengan utang.

Hasil penelitian ini berlawanan dengan pendapat dari Mehran (1992) dan Wu (2004). Mehran (1992) berpendapat bahwa investor berupa perusahaan keuangan cenderung menuntut adanya perwakilan di dalam manajemen

perusahaan sehingga menyebabkan perusahaan mendapatkan kebebasan dalam mendapatkan pendanaan berupa utang. Sementara Wu (2004) berpendapat bahwa kepemilikan saham dalam jumlah besar oleh perusahaan keuangan akan menyebabkan investor tersebut dapat mudah mengontrol perusahaan termasuk tingkat risiko perusahaan sehingga perusahaan dapat mengoptimalkan penggunaan pendanaan dengan utang.

#### 4.5.3.2 Kepemilikan Blok Saham Oleh Perusahaan Nonkeuangan (*BLOINF*)

Nilai *t-stat* untuk variabel *BLOINF* adalah -9,222958 dengan probabilitas 0 persen. Nilai probabilitas ini lebih kecil dari alpha 1 persen atau pada tingkat keyakinan 99 persen ( $p\text{-value} > 0,01$ ). Arah pengaruh pada variabel ini adalah negatif dengan koefisien -4,237453. Dengan demikian kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan berpengaruh negatif terhadap signifikan struktur modal. Kesimpulan ini menyebabkan **H1b diterima**. Hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan saham oleh institusi atau perusahaan, baik keuangan ataupun nonkeuangan, dapat menekan tingkat utang perusahaan. Investor berupa institusi atau perusahaan cenderung kurang menyukai risiko termasuk risiko dari utang. Salah satu penyebabnya adalah investor berupa institusi atau perusahaan umumnya berinvestasi dalam jumlah yang besar sehingga mereka sangat memperhatikan risiko perusahaan. Hal ini juga menunjukkan bahwa perusahaan yang sebagian besar sahamnya dimiliki oleh institusi atau perusahaan, baik keuangan ataupun nonkeuangan, cenderung tidak mengalami masalah agensi.

Selain itu investor berupa perusahaan nonkeuangan biasanya berperan sebagai pemasok ataupun pelanggan dari perusahaan sehingga mereka memiliki jaringan yang sangat kuat dalam mengendalikan manajemen. Dengan orientasi mereka yang berusaha meminimalkan risiko dan memaksimalkan kinerja perusahaan, mereka dapat menekan manajemen dalam perusahaan untuk mengurangi penggunaan utang dan berusaha memaksimalkan kinerja.

Dengan demikian, hasil penelitian ini sesuai dengan pendapat dari Chaganti dan Damanpour (1991). Chaganti dan Damanpour (1991) berpendapat bahwa kepemilikan saham oleh institusi atau perusahaan dari eksternal

perusahaan dapat memaksa manajemen untuk mengurangi tingkat risiko perusahaan. Kondisi tersebut dapat menekan manajemen di dalam perusahaan untuk mengurangi tingkat utang perusahaan sebab pemegang saham dapat saja mengganti mereka apabila kinerja perusahaan memburuk akibat penggunaan utang. Penelitian ini juga mendukung pendapat dari Soebiantoro dan Sujoko (2007). Soebiantoro dan Sujoko (2007) berkesimpulan bahwa kepemilikan saham institusional berpengaruh negatif terhadap tingkat utang perusahaan. Hal ini diakibatkan kepemilikan institusional memberikan pengendalian yang kuat terhadap manajemen perusahaan sehingga mereka tidak membutuhkan kreditor pengawasan manajemen.

#### 4.5.3.3 Konsentrasi Kepemilikan (*KONS*)

Variabel *KONS* diukur dengan menjumlahkan persentase kepemilikan blok saham didalam struktur kepemilikan perusahaan. Nilai *t-stat* untuk variabel bebas *KONS* adalah 7,624965 dengan probabilitas 0,0000. Nilai probabilitas ini lebih kecil dari alpha 1 persen atau pada tingkat keyakinan 99 persen (*p-value* < 0,01). Nilai koefisien dari konsentrasi kepemilikan adalah 3,416677 atau memiliki arah positif. Dengan demikian konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Kesimpulan ini mengindikasikan bahwa **H2 diterima**. Salah satu penyebab hubungan yang positif ini adalah pemegang saham pengendali atau pemegang saham terbesar cenderung memaksimalkan pengembalian mereka dengan menggunakan pendanaan oleh utang. Pemegang saham pengendali juga menggunakan utang untuk meningkatkan pengawasan, khususnya dari kreditor, terhadap perusahaan, sehingga hal ini diharapkan mampu meningkatkan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan pendapat dari Driffield et al (2006). Driffield et al (2006) berpendapat bahwa pemilik saham pengendali cenderung berusaha memaksimalkan pengembalian dengan penggunaan utang. Driffield et al (2006) juga berpendapat bahwa para pemilik saham pengendali cenderung mengontrol manajemen untuk menggunakan pendanaan utang sampai dengan titik optimal. La Bruslerie dan Latrous (2007) mengatakan bahwa dalam persentase

yang rendah, para pemegang saham pengendali cenderung lebih memilih penggunaan pendanaan dengan utang untuk meningkatkan kekuatan mereka terhadap perusahaan dan untuk menghindari pengambilalihan perusahaan. Namun penelitian ini tidak sejalan dengan pendapat dari Abor dan Biekpe (2006) bahwa pemilik saham mayoritas cenderung tidak menginginkan risiko yang diakibatkan oleh pemegang saham.

#### **4.5.3.4 Ukuran Perusahaan (*SIZE*)**

Variabel ukuran perusahaan adalah salah satu variabel pengendali pada model pertama. Variabel ini memiliki nilai koefisien 2,038998 atau positif, *t-stat* sebesar 9,006117 dan probabilitas *t-stat* 0,00000 atau lebih kecil dari alpha 1 persen ( $p\text{-value} < 0,01$ ). Dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini menandakan bahwa semakin besar perusahaan maka pendanaan utang yang digunakan oleh perusahaan akan semakin besar. Hal tersebut diakibatkan karena apabila perusahaan semakin besar maka akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk menanggung risiko yang ditimbulkan akibat pendanaan dari utang.

Kesimpulan ini sejalan dengan pendapat dari Wu (2004) dan Hovey (2007). Wu (2004) berpendapat bahwa perusahaan besar akan terdiversifikasi dengan baik dan kecil kemungkinan menghadapi kebangkrutan yang dapat diakibatkan oleh pendanaan melalui utang. Hovey (2007) berpendapat bahwa semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam menanggung risiko yang diakibatkan oleh penggunaan utang.

#### **4.5.3.5 Struktur Aset Perusahaan (*TANG*)**

Struktur Aset Perusahaan (*TANG*). Struktur aset perusahaan adalah variabel pengendali kedua di dalam model pertama. Nilai koefisien dari struktur aset perusahaan adalah 0,664487 dan *t-stat* dari variabel struktur perusahaan adalah 2,973413 serta probabilitas *t-stat* 0,0032 atau 0,32 persen. Nilai

probabilitas ini lebih kecil dari alpha 1 persen ( $p\text{-value} < 0,01$ ) sehingga dapat disimpulkan bahwa struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin besar aset yang dapat diukur dimiliki oleh perusahaan maka perusahaan akan semakin banyak menggunakan pendanaan dari utang. Kesimpulan tersebut menandakan bahwa semakin besar aset yang dapat diukur dimiliki oleh perusahaan, maka perusahaan akan semakin aman dalam melakukan pinjaman sebab aset yang dapat dijaminakan akan semakin banyak. Sementara itu, apabila jumlah aset yang dapat diukur semakin banyak, maka perusahaan akan semakin terbantu dalam mendapatkan pendanaan utang jangka panjang.

Kesimpulan ini sejalan dengan pendapat dari Shah dan Khan (2007). Shah dan Khan (2007) berpendapat bahwa dalam memberikan pinjaman, kreditor melihat aset yang dapat dijaminakan untuk memberikan pinjaman. Shah dan Khan (2007) juga berpendapat bahwa kreditor hanya peduli terhadap nilai bersih dari aset yang terdepresiasi.

Namun penelitian ini tidak sejalan dengan pendapat dari Wu (2004), Abor dan Biekpe (2006), dan Hovey (2007). Wu (2004) berkesimpulan bahwa kreditor tidak peduli pada jumlah aset yang dapat dijaminakan oleh perusahaan. Abor et al (2006) dan Hovey (2007) yang menggunakan nilai aset kotor sebagai ukuran aset yang dapat diukur berpendapat bahwa jumlah aset yang dapat diukur tidak berpengaruh signifikan terhadap jumlah tingkat pinjaman yang dipakai oleh perusahaan.

#### 4.6 Kesimpulan Penerimaan Hipotesis pada Model Pertama

Tabel 4.10 menjelaskan daftar kesimpulan hipotesis yang terdapat di model pertama:

**Tabel 4.10**  
**Rangkuman Kesimpulan Hipotesis Model Pertama**

Hipotesis	Kesimpulan	Penelitian Terdahulu
H1a	Diterima	Chaganti et al (1991); Soebiantoro dan Sujoko (2007)
H1b	Diterima	Chaganti et al (1991); Soebiantoro dan Sujoko (2007)
H2	Diterima	Driffield et al (2006)

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

#### 4.7 Pengaruh Kepemilikan Blok Saham, Konsentrasi Kepemilikan, dan Rasio Utang di Dalam Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Model kedua mencari hubungan antara struktur modal ditambah variabel-variabel penjelas dari model pertama terhadap kinerja keuangan perusahaan. Struktur modal di model kedua ini menggunakan angka sebenarnya dan bukan berasal dari angka estimasi. Penggunaan angka struktur modal estimasi dapat menyebabkan *perfect multicollinearity* antara struktur modal dengan variabel-variabel penjelas lainnya di model kedua. Hal ini disebabkan struktur modal adalah variabel terikat di model pertama.

##### 4.7.1 Uji Chow (*Chow Test*)

Nilai  $R^2$  dari pengolahan data untuk model kedua menggunakan metode *Common-Constant* adalah 0,249451 atau 24,9451 persen variabel terikat dapat dijelaskan oleh model kedua menggunakan metode *Common-Constant*. Hasil pengolahan data untuk model kedua dengan metode *Common-Constant* juga menunjukkan bahwa hampir seluruh variabel bebas, kecuali konsentrasi kepemilikan, mempengaruhi variabel terikat secara signifikan. Dengan pendekatan efek tetap (*FEM*), nilai  $R^2$  adalah 0,709493 atau 70,9493 persen variabel terikat dapat dijelaskan oleh model kedua menggunakan pendekatan efek tetap (*FEM*).

Tabel berikut merangkum nilai-nilai untuk uji chow untuk model kedua:

Tabel 4.11  
Rangkuman Nilai-Nilai Untuk Uji Chow Model Kedua

Keterangan	<i>Common</i>	<i>Fixed Effect</i>
<i>R-square</i>	0,249451	0,709493
N	82	
T	5	
K	7	
F-tabel (81,321)	1,24	
n = Jumlah observasi <i>cross-section</i>		
t = Jumlah observasi <i>time-series</i> (tahun)		
K = Jumlah variabel penjelas		

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Dengan nilai-nilai tersebut, maka F-hitung adalah sebagai berikut:

$$F - hit = \frac{(0,709493 - 0,249451)}{82 - 1} \div \frac{(1 - 0,709493)}{410 - 82 - 7} = 6,275682$$

Dengan nilai F-tabel adalah 1,24 maka F-hitung lebih besar dari F-tabel pada tingkat signifikansi 95 persen ( $6,275682 > 1,24$ ), maka tolak  $H_0$ . Sehingga metode yang dipilih adalah pendekatan efek tetap.

#### 4.7.2 Uji Hausman (*Hausman Test*)

Hasil uji hausman untuk model kedua adalah sebagai berikut:

Tabel 4.12  
Rangkuman Hasil Uji Hausman Model Kedua

Keterangan	Chi-Square	Probabilitas
<i>Cross-Section Random</i>	6	0,0435

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Nilai probabilitas *chi-square* dari *cross-section random effect* untuk uji hausman model kedua adalah 0,0435 atau *significant* dengan tingkat keyakinan 95 persen atau alpha 5 persen. Karena probabilitas *chi-square* lebih kecil dari alpha 5 persen ( $p\text{-value} < 0,05$ ) maka  $H_0$  ditolak. Dengan demikian, metode yang digunakan untuk model kedua dalam penelitian ini adalah pendekatan efek tetap (*FEM*).

#### 4.7.3 Kesimpulan Pemilihan Metode

Tabel 4.5 merangkum hasil uji chow dan hausman serta metode yang digunakan untuk masing-masing model:



**Tabel 4.13**  
Rangkuman Hasil Pemilihan Metode Model Kedua

Model	Uji	Hasil	Metode Yang Dipakai
2	Chow	<i>Fixed Effect</i>	<i>Fixed-Effect Methode (FEM)</i>
	Hausman	<i>Fixed Effect</i>	

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

## 4.8 Uji Asumsi Klasik Pada Model Kedua

### 4.8.1 Uji Multikolinearitas

Untuk menguji gejala multikolinearitas pada model kedua, penulis menggunakan matriks korelasi antar variabel yang dapat diproses dengan *software STATA 10*. Berikut ini adalah matriks korelasi untuk model kedua:

**Tabel 4.14**  
Matriks Korelasi Antar Variabel Untuk Model Kedua

	<i>CAPS</i>	<i>BLOINF</i>	<i>BLONF</i>	<i>KONS</i>	<i>SIZE</i>	<i>TANG</i>
<i>CAPS</i>	1,0000					
<i>BLOINF</i>	0,1421	1,0000				
<i>BLONF</i>	0,0647	-0,4247	1,0000			
<i>KONS</i>	-0,0808	-0,1808	0,3643	1,0000		
<i>SIZE</i>	0,1858	0,0017	0,0432	0,0658	1,0000	
<i>TANG</i>	0,1103	0,0782	0,0723	0,0192	0,1897	1,0000
<i>CAPS</i>	= Struktur Modal (Total Debt/Total Equities)					
<i>BLOINF</i>	= Kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan					
<i>BLONF</i>	= Kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan					
<i>KONS</i>	= Konsentrasi kepemilikan					
<i>SIZE</i>	= Ukuran perusahaan (Log Total Asset)					
<i>TANG</i>	= Struktur kepemilikan (Fixed Asset/Total Asset)					

Sumber : Output STATA 10 Telah Diolah Kembali, 2009.

Matriks korelasi antar variabel diatas menunjukkan bahwa tidak ada gejala multikolinearitas antar variabel di dalam model kedua. Hal tersebut ditunjukkan dengan tidak adanya korelasi antar variabel yang melebihi nilai 0,8.

### 4.8.2 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dapat dilakukan dengan melihat nilai *Durbin-Watson* (*DW-Stat*) dan membandingkannya di dalam tabel *Durbin-Watson*. Tabel berikut ini merangkum nilai batas atas dan batas bawah di dalam tabel *Durbin-Watson* untuk model kedua:

**Tabel 4.15**  
Nilai Untuk Tabel *Durbin-Watson* Untuk Model Kedua

Keterangan	Nilai
N	82
k	7
dL (94,6)	1,453
dU (94,6)	1,831
DW-stat	1,847871
N = Jumlah observasi <i>cross section</i>	
k = Jumlah variabel	
dL = Batas bawah tabel <i>DW</i>	
dU = Batas atas tabel <i>DW</i>	

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Dengan nilai tersebut, maka tabel *Durbin-Watson* adalah sebagai berikut ini:

**Gambar 4.9**  
Tabel *Durbin-Watson* Untuk Model Kedua

Adanya Autokorelasi positif	Tidak tahu	Tidak ada Autokorelasi	Tidak tahu	Adanya Autokorelasi Negatif		
0	1,453	1,831	2	2,169	2,547	4

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

Dengan membandingkan nilai *DW-stat* dengan nilai di tabel *Durbin-Watson* maka dapat disimpulkan bahwa model kedua bebas dari gejala autokorelasi.

### 4.8.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji gejala heterokedastis dapat dilihat dengan membandingkan antara pengolahan data tanpa perlakuan khusus dan pengolahan data dengan perlakuan

khusus berupa *White Heteroscedasticity Standard-Error and Covariance*. Tabel berikut ini merangkum variabel-variabel yang signifikansinya berubah setelah model diolah dengan perlakuan khusus:

**Tabel 4.16**  
Efek Perubahan Signifikansi Variabel Bebas Tanpa dan Dengan *Treatment* Untuk Model Kedua

Variabel	Tanpa Treatment	Dengan Treatment
<i>SIZE</i>	Tidak Signifikan	Signifikan

*SIZE* = Ukuran perusahaan (*Log Size*)

Sumber : Hasil Olahan Penulis, 2009

Perubahan tersebut bahwa model kedua, seperti halnya pada model pertama mengalami gejala heteroskedastis. Nilai  $R^2$  tetap 0,709493 atau 70,9493 persen.

#### 4.9 Kriteria Statistik Pada Model Kedua

Tabel 4.10 berikut merangkum hasil regresi untuk model kedua :

**Tabel 4.17**  
Rangkuman Hasil Regresi Untuk Model Kedua

Keterangan	Dugaan Tanda	Variabel	Koefisien	t-stat	Probabilitas
<i>t-stat</i>	+/-	<i>CAPS</i>	-0,012773	-3,660979	0,0003*
	+/-	<i>BLOINF</i>	0,009573	0,422605	0,6729
	+/-	<i>BLONF</i>	0,030749	1,647946	0,1003
	+/-	<i>KONS</i>	-0,002823	-0,137245	0,8909
	+	<i>SIZE</i>	0,020480	3,530346	0,0005*
	-	<i>TANG</i>	-0,139036	-2,052628	0,0409**
N	82				
<i>Adj-R Square</i>	0,631001				
<i>F-Stat</i>	9,039141				
<i>Prob F-Stat</i>	0,000000				
<i>DW-Stat</i>	1,847871				
<i>CAPS</i> = Struktur modal ( <i>total debt/ total equities</i> )					
<i>BLOINF</i> = Kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan					
<i>BLONF</i> = Kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan					
<i>KONS</i> = Konsentrasi kepemilikan					
<i>SIZE</i> = Ukuran perusahaan ( <i>log total assets</i> )					
<i>TANG</i> = Struktur asset ( <i>fixed assets/total assets</i> )					
* signifikan pada level 1%; ** signifikan pada level 5%					

Sumber : Output Eviews 6 Telah Diolah Kembali, 2009.

#### 4.9.1 Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Nilai koefisien determinasi yang telah disesuaikan (*adjusted R<sup>2</sup>*) dari model kedua adalah sebesar 0,631001. Angka ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan dapat dijelaskan 63,1001 persen oleh model kedua dan nilai sisa sebesar 36,8999 persen dijelaskan oleh faktor lain yang tidak terdapat di dalam model kedua.

#### 4.9.2 Signifikansi Linier Berganda (*F-Stat*)

Nilai *F-stat* pada model kedua adalah sebesar 9,039141 dengan probabilitas sebesar 0 persen nilai tersebut lebih kecil dari tingkat alpha 1 persen pada tingkat keyakinan 99 persen atau dapat dikategorikan sebagai *highly significant* ( $p\text{-value} < 0,01$ ). Dapat disimpulkan bahwa secara bersama-sama struktur modal, kepemilikan blok saham oleh perusahaan keuangan, kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan, konsentrasi kepemilikan, ukuran perusahaan, dan struktur aset perusahaan mempengaruhi secara signifikan kinerja keuangan perusahaan.

#### 4.9.3 Signifikansi Parsial (*t-stat*)

Berikut ini adalah nilai *t-stat*, penjelasan hubungan, dan kesimpulan hipotesis dari model kedua.

##### 4.9.3.1 Struktur Modal (*CAPS*)

Struktur modal memiliki nilai koefisien -0,012773, nilai *t-stat* sebesar -3,660979, dan probabilitas dari *t-stat* sebesar 0,0003 atau 0,03 persen. Nilai probabilitas ini lebih kecil dari alpha 1 persen ( $p\text{-value} < 0,01$ ). Ini menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Penambahan pendanaan utang yang diukur dengan *debt to equity ratio* justru akan mengurangi kinerja keuangan perusahaan sehingga **H5 diterima**. Pada negara berkembang, termasuk Indonesia, biaya peminjaman masih tinggi. Biaya pinjaman yang tinggi ini mengharuskan perusahaan untuk meningkatkan harga penjualan yang menyebabkan penjualan merosot dan pendapatan berkurang. Selain itu, penggunaan utang juga harus menuntut perusahaan untuk membayar secara tetap pengembalian kepada kreditor berupa bunga.

Kesimpulan penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Majumdar dan Chibber (1999) pada penelitiannya di India. Penyebab hubungan negatif antara tingkat utang dengan kinerja keuangan perusahaan adalah kurangnya kapabilitas dari kreditor, khususnya dalam evaluasi calon peminjam. Kondisi tersebut diakibatkan karena kreditor umumnya adalah perusahaan keuangan milik negara. Penyebab lainnya adalah biaya peminjaman yang sangat tinggi untuk standar internasional (Majumdar dan Chibber, 1999). Kedua hal tersebut menyebabkan penggunaan utang hanya akan mengurangi pendapatan perusahaan karena penjualan yang turun dan juga prospek perusahaan peminjam yang ternyata buruk. Penggunaan pendanaan utang juga dapat menekan inovasi perusahaan karena kreditor cenderung tidak menginginkan penambahan risiko oleh perusahaan (Majumdar dan Chibber, 1999). Hasil penelitian ini juga searah dengan hasil penelitian dari Soebiantoro dan Sujoko (2007) dan Lee (2008). Soebiantoro dan Sujoko (2007) berkesimpulan bahwa tingkat utang perusahaan justru berhubungan negatif terhadap kinerja perusahaan yang ditunjukkan oleh *Tobin's Q*. Lee (2008) menemukan bukti empiris bahwa rasio utang yang diukur dengan total ekuitas dibagi dengan total aset justru berhubungan negatif terhadap rasio laba bersih terhadap total aset perusahaan.

#### **4.9.3.2 Kepemilikan Blok Saham Oleh Institusi Keuangan (BLOINF)**

Kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan memiliki nilai koefisien 0,009573, nilai *t-stat* 0,422605, dan probabilitas dari *t-stat* sebesar 0,6729. Nilai probabilitas ini lebih besar dari 5 persen ( $p\text{-value} > 0,05$ ) dan 10 persen ( $p\text{-value} > 0,1$ ). Hal ini menandakan bahwa kepemilikan blok saham oleh institusi

keuangan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan namun tidak signifikan. Kesimpulan tersebut menyebabkan **H3a ditolak**. Kesimpulan ini sesuai dengan prinsip dari investor berupa institusi dan perusahaan yang berusaha meminimalkan risiko dan memaksimalkan kinerja perusahaan. Namun, berbeda dengan pengaruh mereka terhadap pendanaan utang perusahaan, pengaruh mereka terhadap kinerja keuangan perusahaan memang positif namun tidak signifikan. Salah satu alasannya adalah institusi dan perusahaan, baik keuangan maupun nonkeuangan, sebagai investor cenderung memiliki portofolio dengan diversifikasi yang hampir sempurna di dalam berinvestasi. Dengan demikian penurunan kinerja salah satu *investee* tidak akan mempengaruhi investasi dari investor tersebut karena penurunan kinerja tersebut akan terdiversifikasi oleh investasi lainnya di dalam portofolio perusahaan.

Hasil penelitian ini searah dengan penelitian yang dilakukan oleh Lee (2008). Lee (2008) menemukan bukti bahwa kepemilikan saham oleh institusi dan pihak asing berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan namun tidak signifikan. Namun penelitian ini tidak searah dengan penelitian yang dilakukan oleh Gedajlovic dan Shapiro (2003). Gedajlovic dan Shapiro (2003), dalam penelitiannya terhadap perusahaan-perusahaan terbuka di Jepang, menemukan hubungan yang positif antara kepemilikan blok saham oleh perusahaan keuangan dengan kinerja keuangan perusahaan. Salah satu penyebab mengapa hubungan tersebut positif signifikan adalah umumnya pemegang blok saham juga bertindak sebagai kreditor bagi *investee*. Hal ini menyebabkan pengendalian dari investor berupa perusahaan keuangan menjadi ketat untuk menjaga agar perusahaan dapat membayar seluruh kewajibannya. Kenyataan ini tidak terdapat pada perusahaan di Indonesia, yang tergolong negara berkembang. Di negara berkembang, termasuk Indonesia, walaupun bertindak sebagai kreditor, investor berupa institusi keuangan cenderung tidak memperhatikan kinerja keuangan. Mir dan Nishat (2004) berpendapat bahwa pemilik saham dari perusahaan dan institusi keuangan cenderung hanya memfokuskan maksud mereka dengan menjadi pemegang saham pengendali perusahaan, diantaranya memasukkan perwakilan ke dalam jajaran manajemen perusahaan, sehingga

perusahaan dapat dikendalikan sesuai dengan keinginan pemegang saham tersebut.

#### 4.9.3.3 Kepemilikan Blok Saham Oleh Perusahaan Nonkeuangan (*BLONF*)

Kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan memiliki nilai koefisien 0,030749, *t-stat* 1,647946, dan probabilitas *t-stat* 0,1003. Nilai probabilitas ini lebih besar dari alpha 5 persen atau pada tingkat keyakinan 95 persen (*p-value* > 0,05) dan dari alpha 10 persen atau pada tingkat keyakinan 90 persen (*p-value* > 0,1). Dengan demikian kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Kesimpulan ini menyebabkan **H3b ditolak**. Pemegang blok saham yang berasal dari perusahaan nonkeuangan umumnya bertindak sebagai pemasok atau konsumen dari *investee*. Hal ini menyebabkan pengawasan dari pemegang saham berupa perusahaan nonkeuangan menjadi sangat ketat sehingga penyimpangan-penyimpangan yang dilakukan manajemen di perusahaan *investee* dapat ditindak dengan cepat. Pengawasan ini juga bermaksud menjaga integrasi di dalam rantai pasokan perusahaan. Hal ini sesuai dengan prinsip investor berupa institusi atau perusahaan yang menghindari risiko dan berusaha memaksimalkan kinerja perusahaan. Namun, serupa dengan kesimpulan dari pengaruh kepemilikan saham oleh institusi keuangan terhadap kinerja keuangan perusahaan, investor berupa institusi atau perusahaan memiliki umumnya memiliki portofolio investasi dengan tingkat diversifikasi yang baik. Penurunan kinerja pada salah satu investasi tidak akan terlalu berpengaruh di dalam portofolio jenis tersebut. Kondisi tersebut menyebabkan pengaruh kepemilikan saham oleh institusi atau perusahaan, baik keuangan ataupun nonkeuangan, kuat terhadap tingkat utang perusahaan namun lemah terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Lee (2008) berpendapat bahwa kepemilikan saham oleh institusi atau perusahaan tidak akan berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini diakibatkan karena kurangnya mekanisme eksternal tata kelola perusahaan seperti perlindungan terhadap investor dan pasar keuangan. Sehingga walaupun

positif, pengaruh kepemilikan saham oleh institusi dan perusahaan, baik keuangan ataupun keuangan, tidak signifikan dalam mendorong kinerja perusahaan.

Kesimpulan ini tidak searah dengan kesimpulan dari Gedajlovic dan Shapiro (2003). Gedajlovic dan Shapiro (2003) berpendapat bahwa kepemilikan saham oleh perusahaan, baik yang berasal dari sektor keuangan maupun nonkeuangan, berhubungan positif dengan kinerja perusahaan. Hal ini diakibatkan investor tersebut adalah konsumen, pemasok, dan kreditor perusahaan. Kepadatan jaringan menyebabkan manajemen cenderung terawasi dengan ketat dalam mengelola perusahaan. Mir dan Nishat (2004) berpendapat bahwa kepemilikan blok saham oleh individual, keluarga, dan juga perusahaan nonkeuangan akan dapat mengurangi masalah agensi di dalam perusahaan. Manajemen akan bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham untuk memaksimalkan kinerja perusahaan.

#### 4.9.3.4 Konsentrasi Kepemilikan

Konsentrasi kepemilikan memiliki koefisien  $-0,002823$ , nilai *t-stat*  $-0,137245$ , dan probabilitas *t-stat* sebesar  $0,8909$ . Probabilitas ini jauh lebih besar dari 5 persen pada tingkat keyakinan 95 persen ( $p\text{-value} > 0,05$ ) ataupun 10 persen pada tingkat keyakinan 90 persen ( $p\text{-value} > 0,1$ ). Dapat disimpulkan konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini menyebabkan **H4 ditolak**. Salah satu alasan hubungan tersebut adalah konsentrasi kepemilikan yang terus meningkat dapat membatasi pergerakan manajemen dalam berinovasi yang, pada jangka panjang, berpengaruh negatif kinerja perusahaan. Selain itu konsentrasi kepemilikan yang terlalu besar hanya oleh satu pihak akan menyebabkan ekspropriasi pemegang saham minoritas di dalam perusahaan. Kondisi tersebut dapat menyebabkan perusahaan hanya dikendalikan oleh satu pihak. Pengaruh yang tidak signifikan disebabkan karena pemegang saham pengendali umumnya memiliki maksud yang berbeda-beda dalam memegang saham perusahaan dalam jumlah besar, misalnya untuk mendukung operasional, mendapatkan keuntungan, mengendalikan perusahaan, dan lain-lain. Semakin besar persentase kepemilikan,



maka semakin besar pengaruh mereka di dalam perusahaan, sehingga mereka akan semakin leluasa dalam menjalankan tujuan mereka dari kepemilikan tersebut.

Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Mir dan Nishat (2004) yang melakukan penelitian terhadap pasar modal di Pakistan. Mir dan Nishat berpendapat bahwa konsentrasi kepemilikan yang diukur dengan total kepemilikan blok saham tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Namun hasil penelitian ini tidak searah dengan penelitian dari Morck et al (2002), Lins (2003), dan Earle et al (2004). Morck et al (2002) menemukan bahwa total kepemilikan blok saham akan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitian Morck et al (2002) juga diperkuat dengan hasil penelitian dari Lins (2003) dan Earle et al (2004).

#### **4.9.3.5 Ukuran Perusahaan (*SIZE*)**

Ukuran perusahaan memiliki koefisien 0,020480, *t-stat* 3,530346, dan probabilitas dari *t-stat* sebesar 0,0005. Nilai probabilitas ini lebih kecil dari alpha 1 persen atau pada tingkat keyakinan 99 persen ( $p\text{-value} < 0,01$ ). Dengan demikian, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Perusahaan yang berukuran besar akan terdiversifikasi sempurna dan dapat meningkatkan kinerja perusahaannya. Selain itu, perusahaan berukuran besar akan mendapatkan keuntungan dari besarnya *pemasaran* dan skala ekonomi. Kemampuan-kemampuan ini akan mendukung usaha perusahaan dalam menaikkan kinerja keuangannya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Soejoko et al (2007) dan Lee (2008). Soebiantoro dan Sujoko (2007) berkesimpulan bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan *Tobin's Q*. Lee (2008) berpendapat bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Namun, kesimpulan penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian dari Mir dan Nishat (2004) yang berpendapat bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

#### 4.9.3.6 Struktur Aset (*TANG*)

Koefisien struktur aset perusahaan adalah -0,139036. Nilai *t-stat* variabel ini adalah -2,052628 dan probabilitas dari *t-stat* sebesar 0,0403 atau lebih kecil dari 5 persen pada tingkat keyakinan 95 persen ( $p\text{-value} < 0,05$ ). Dapat disimpulkan bahwa struktur aset perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Beberapa penyebab hubungan negatif ini diantaranya adalah penambahan aset yang dapat diukur di dalam perusahaan juga diikuti oleh penambahan beban-beban terkait aset tersebut diantaranya adalah depresiasi dan pengelolaan. Apabila dikaitkan dengan peningkatan tingkat utang perusahaan oleh peningkatan aset yang dapat diukur, maka hubungan antara aset yang dapat diukur dengan kinerja perusahaan menjadi negatif. Semakin besar aset yang dapat diukur, maka semakin banyak aset yang dapat dijamin oleh perusahaan sehingga jumlah utang meningkat. Peningkatan jumlah utang ini kemudian mempengaruhi kinerja secara negatif.

#### 4.10 Kesimpulan Penerimaan Hipotesis Pada Model Kedua

Tabel 4.18 menjelaskan daftar kesimpulan hipotesis yang terdapat di model pertama:

**Tabel 4.18**  
**Rangkuman Kesimpulan Hipotesis Model Kedua**

Hipotesis	Kesimpulan	Penelitian Terdahulu
H3a	Ditolak	Lee (2008)
H3b	Ditolak	Lee (2008)
H4	Ditolak	Mir dan Nishat (2004)
H5	Diterima	Majumdar dan Chibber (1999); Soebiantoro dan Sujoko (2007); Lee (2008)

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.