



**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP
KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN :
Sebuah Perspektif Teori Agensi**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister dalam Ilmu Manajemen**

INNA MUTTAQINA

0606010492

Program Pascasarjana Ilmu Manajemen

Fakultas Ekonomi

Universitas Indonesia

Depok

2008

LEMBAR PERSETUJUAN TESIS

Nama Mahasiswa : Inna Muttaqina

Nomor Mahasiswa : 0606010492

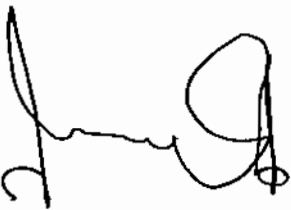
Program Studi : Ilmu Manajemen

Kekhususan : Keuangan

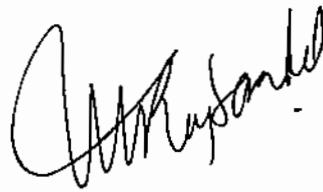
Judul Tesis : Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan: Sebuah Perspektif Teori Agensi

Depok, 2 Januari 2008



Ruslan Prijadi, Ph.D.
Ketua Program Studi



Prof. Roy Sembel Ph.D.
Pembimbing Tesis

LEMBAR PENGESAHAN TESIS

Nama Mahasiswa : Inna Muttaqina

Nomor Mahasiswa : 0606010492

Program Studi : Ilmu Manajemen

Kekhususan : Keuangan

**Judul Tesis : Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang
Perusahaan : Sebuah Perspektif Teori Agensi**

Telah diuji dan dinyatakan LULUS di hadapan Tim Penguji pada 2 Januari 2008.



Bambang Hermanto, Ph.D.
Ketua Tim Penguji



Viverita, Ph.D.
Anggota Tim Penguji



Prof. Roy Sembel, Ph.D.
Anggota Tim Penguji

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh antara insider ownership, institutional investor, shareholder dispersion, firm size, asset structure, firm profitability dan tax rate terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini dilakukan terhadap 29 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta khususnya pada industri manufaktur antara tahun 2002 hingga 2006.

Metode penelitian yang digunakan yaitu metode regresi linier berganda yang menguji apakah variabel-variabel independen mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Variabel independen yang digunakan yaitu insider ownership, institutional investor, shareholder dispersion, firm size, asset structure, firm profitability dan tax rate. Sedangkan variabel dependen yang digunakan adalah kebijakan hutang.

Setelah melalui serangkaian pengujian pemilihan metode estimasi dan uji asumsi klasik antara lain uji multikoleniaritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi, ternyata tidak ditemukan asumsi yang tidak memenuhi pengujian asumsi klasik. Dengan demikian dalam penelitian ini tetap difokuskan kepada variabel insider ownership, institutional investor, shareholder dispersion, firm size, asset structure, firm profitability dan tax rate terhadap kebijakan hutang.

Setelah melalui pengujian hipotesa dengan uji t-test maka didapatkan bahwa insider ownership berpengaruh negatif signifikan, institutional investor dan firm size berpengaruh positif tidak signifikan, shareholder dispersion dan firm profitability memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan, asset structure berpengaruh positif signifikan dan tax rate tidak memiliki pengaruh dengan kebijakan hutang. Berdasarkan hasil uji keseluruhan variabel independen terhadap variabel dependen (uji-F) menunjukkan adanya pengaruh dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini mendukung penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh Moh'd, et.al. (1998). Titman dan Wessel (1988) dan Jensen, et al. (1992).

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the influence of insider ownership, institutional investor, shareholder dispersion, firm size, asset structure, firm profitability and tax rate on debt policy. This study was conducted in 29 firms listed in Jakarta Stock Exchange in 2002-2006.

Hypothesis testing is used to examine the impact of independent variable on dependent variable. The independent variable use in this study are insider ownership, institutional investor, shareholder dispersion, firm size, asset structure, firm profitability and tax rate while the dependent one is debt policy.

Classical assumption test shows that there is no multicollinearity, autocorrelation and heteroskedasticity among those independent variable in the regression model.

Thought the the test hypothesis testing, we have result, which proved that insider ownership have negatively significant, institutional investor and firm size have positively significant, shareholder dispersion and firm profitability have negatively insignificant, asset structure have positively significant and tax rate does not influence on debt policy. Based on the result testing independent variables on dependent variables (F-test) indicates that there is significant influence on debt policy. This funding support the previous studies held by Moh'd, et al. (1998), Titman and Wessel (1988) and Jensen, et al. (1992).

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr. Wb

Tak ada kata yang tepat diucapkan saat penulis menyelesaikan tesis yang diberi judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta” ini sebagai salah satu syarat mengikuti ujian sidang Magister selain ucapan hamdalah – Alhamdulillah Robbil ‘Alamin, hanya dengan rahmat-Nya, tesis ini selesai dengan target yang direncanakan.

Penulis menyadari bahwa meraih gelar Magister bukan akhir dari proses pencarian ilmu, namun merupakan awal untuk memasuki gerbang ilmu yang maha luas di kehidupan yang kompleks ini.

Namun demikian, bukan berarti apa yang selama ini dicapai tanpa bantuan orang lain. Karena itu pada kesempatan ini penulis mengucapkan syukur kepada Allah SWT yang selalu memberikan rahmat dan hidayah-Nya yang menuntun penulis dari waktu ke waktu sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik.

Di samping itu penulis juga ingin mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Ruslan Prijadi, Ph.D selaku Ketua Jurusan Program Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
2. Bapak Prof. Roy Sembel selaku dosen Pembimbing Tesis yang telah bersedia meluangkan waktu untuk membimbing penulis menyusun tesis.

3. Seluruh staf pengajar dan tata usaha Program Pascasarjana I Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
4. Ummi dan Abah tercinta yang telah memberikan doa dan dorongan semangat serta bantuan baik moril maupun materil dengan tulus dan ikhlas sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik. Semoga keberhasilan dan ketulusan ini bisa menjadi suatu kebanggaan bagi kalian.
5. Keempat kakakku tersayang, terima kasih atas dukungan doa dan dorongan semangatnya.
6. Teman-temanku seperjuangan dalam menyelesaikan tesis.
7. Sahabat-sahabatku di rumah, sahabat Trisakti, dan teman-teman forkoma yang selama ini telah memberikan keceriaan dan dorongan semangatnya, "I love you guys".

Penulis menyadari bahwa dalam tesis ini masih banyak kekurangannya dan jauh dari sempurna baik dari segi penyusunan maupun pembahasan. Untuk itu, penulis sangat mengharapkan kritik dan saran agar bisa mencapai hasil yang lebih baik lagi. Semoga amal yang telah diberikan akan memperoleh imbalan yang sesuai dari Allah SWT, Jazaakumu Allahu Khoiron Katsiiron.

Akhir kata penulis berharap semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi kita semua.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb

Depok, Januari 2008

Penulis

DAFTAR ISI

Abstrak	i
<i>Abstract</i>	ii
Kata Pengantar	iii
Daftar Isi	v
Daftar Tabel dan Gambar	viii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1.Latar Belakang Permasalahan	1
1.2.Permasalahan Penelitian	5
1.3.Tujuan Penelitian	6
1.4.Pembatasan Masalah	7
1.5.Manfaat dan Kontribusi Penelitian	8
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	10
2.1. Landasan Teori	10
2.1.1. Kebijakan Hutang	10
2.1.2.Struktur Kepemilikan Saham	11
2.1.3.Teori Agen	14
2.1.4.Peranan Insider Ownership Dalam Mengatasi Agency Conflict	20
2.1.5.Peranan Institutional Investor dalam mengatasi Agency Conflict.	22
2.1.6.Variabel Lain yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan.	24
2.1.7.Pecking Order Theory	26
2.2.Hasil Penelitian Sebelumnya	28
BAB 3 KERANGKA KONSEPTUAL	35
3.1.Gambaran Konseptual	35
3.2.Struktur Kepemilikan	36
3.2.1. Insider Ownership	36
3.2.2. Institutional Investor	37
3.2.3. Shareholder Dispersion	38

3.3. Varibel Lain yang Mempengaruhi	38
3.3.1. Firm Size	38
3.3.2. Asset Structure	39
3.3.3. Firm Profitability	40
3.3.4. Tax Rate	41
BAB 4. METODE PENELITIAN	42
4.1 Flowchart Tahapan Metode Penelitian	42
4.2 Populasi dan Sampel Penelitian	43
4.3. Jenis dan Sumber Data	44
4.4. Definisi Operasional Variabel	45
4.5. Metode Estimasi	48
4.5.1. Chow Test	49
4.5.2. Uji Hausman	50
4.6. Pengujian Statistik	51
4.6.1. Stepwise Regression	51
4.6.2. Analisis Regresi Linier Berganda	52
4.6.3. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)	53
4.6.4. Uji Statistik Parameter Individual (Uji statistik t)	54
4.6.5. Uji Koefisien Determinasi Berganda (R^2)	56
4.7. Pengujian Ekonometrik	56
4.7.1. Uji Multikoleniaritas	56
4.7.2. Uji Autokorelasi	57
4.7.3. Uji Heteroskedastisitas	58
4.7.4. Uji Normalitas	59
BAB 5 ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN	60
5.1. Analisis Data	60
5.2. Pemilihan Metode Estimasi	60
5.2.1. Chow Test	60
5.3. Hasil Pengujian Statistik	61

5.3.1. Hasil Stepwise Regression	61
5.3.2. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda	63
5.3.3. Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji F)	65
5.3.4. Hasil Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t)	66
5.3.5. Hasil Uji Koefisien Determinasi Berganda (R^2)	70
5.4. Pengujian Ekonometrik	70
5.4.1. Uji Multikolinearitas	71
5.4.2. Uji Autokorelasi	72
5.4.3. Uji Heteroskedastisitas	73
5.4.4. Hasil Uji Normalitas	75
5.5. Ringkasan Hasil Penelitian	77
6.1. Kesimpulan	79
6.1.1. Pengaruh Insider Ownership	80
6.1.2. Pengaruh Institutional Investor	80
6.1.3. Pengaruh Shareholder Dispersion	81
6.1.4. Pengaruh Firm Size	81
6.1.5. Pengaruh Asset Structure	81
6.1.6. Pengaruh Firm Profitability	82
6.1.7. Pengaruh Tax Rate	82
6.1.8. Pengaruh Keseluruhan	83
6.2. Saran	83
6.3. Implikasi Manajerial	84
DAFTAR PUSTAKA	86
LAMPIRAN	
Lampiran 1 Regresi Asumsi Klasik	L1-1
Lampiran 2 Regresi Hipotesa	L2-1
Lampiran 3 Pemilihan Metode Estimasi	L3-1
Riwayat Hidup	

DAFTAR TABEL DAN GAMBAR

Tabel

2.1. Rangkuman Penelitian Terdahulu	28
4.4. Definisi Operasional Variabel dan Rumus Perhitungan	45
5.1. Hasil Analisis Stepwise Regression	62
5.2. Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji F)	65
5.3. Hasil Uji Koefisien Determinasi Berganda	70
5.4. Hasil Uji Multikoleniaritas	71
5.5. Hasil Uji Autokorelasi	72
5.6. Hasil Uji Glejser	73
5.7. Rangkuman Hasil Penelitian	77

Gambar

3.1. Bagan Kerangka Konseptual	35
4.1. Flowchart Tahapan Metode Penelitian	42
4.2. Pemilihan Metode Estimasi Data Panel	48
4.3. Tahapan Pengolahan Data Stepwise Regression	51
5.1. Daerah Penerimaan Durbin-Watson	72
5.2. Hasil Uji Scatterplot	74
5.3. Hasil Uji Normalitas	75

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Permasalahan

Seringkali pihak manajemen suatu perusahaan bertindak dengan berorientasi untuk mensejahterakan dirinya sendiri dan mengabaikan tujuan utama perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Namun tidak jarang pihak manajemen atau manajer perusahaan mempunyai tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utamanya, sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (*agency problem*). Pengaruh dari konflik antara pemilik dengan manajer ini menyebabkan harga saham terkoreksi dan menurunkan nilai perusahaan, kerugian ini merupakan *agency cost of equity* bagi perusahaan. Kepemilikan saham dari suatu perusahaan di antaranya terdiri atas kepemilikan saham oleh pihak eksternal (*outsider ownership*) dan kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*). Munculnya konflik juga terjadi antara *stockholder* dengan *debtholder*, hal ini terjadi karena *insider ownership* seringkali mengambil proyek yang risikonya lebih besar dari yang diperkirakan kreditur, sehingga kreditur ikut menanggung kerugian jika proyek tersebut gagal akibat tidak terbayarnya bunga hutang oleh *stockholder*.

Prilaku oportunistik oleh *insider* yang menggunakan hutang dengan presentase tinggi dan penggunaannya yang tidak hati-hati, menimbulkan biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*) akan semakin tinggi dan selanjutnya akan merugikan para pemegang saham. Untuk mengatasi masalah ini diperlukan suatu mekanisme *monitoring* terhadap prilaku manajer sehingga pihak manajemen akan melakukan yang terbaik bagi perusahaan.

Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang seoptimal mungkin sehingga akan meminimumkan biaya keagenan. Kedua, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Keempat, *institutional investor* sebagai *monitoring agents*.

Berkaitan hal di atas, penelitian ini mengangkat isu tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dalam penelitian ini akan dibahas mengenai pengaruh struktur kepemilikan dan variabel lain yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah mekanisme *monitoring* melalui *insider ownership* dan *outsider ownership (institutional investor)* akan dapat mengurangi masalah keagenan, sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan, juga untuk mengetahui pengaruh variabel lainnya terhadap kebijakan hutang itu sendiri. Adanya kepemilikan saham oleh pihak internal/manajemen (*management ownership*) diharapkan tidak akan terjadi lagi penyelewengan tujuan perusahaan yang sebenarnya karena para *management ownership* mensejajarkan kepentingan mereka dengan *outsider ownership* dengan melaksanakan kebijakan hutang seoptimal mungkin seiring dengan semakin meningkatnya kepemilikan mereka dalam perusahaan. Selain itu beberapa variabel lain seperti *firm size*, *asset structure*, *tax rate*, *firm profitability* juga berpengaruh terhadap keputusan kebijakan hutang perusahaan.

Aspek lain yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan yang harus dipertimbangkan didalam struktur kepemilikan untuk mengurangi *agency cost* yaitu bentuk distribusi saham dari luar yaitu *institutional investor* dan *shareholder dispersion*. Karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran *power* menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan

pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Variabel lainnya yang juga berpengaruh terhadap kebijakan hutang (struktur modal) perusahaan beberapa di antaranya adalah *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability*, dan *tax rate*.

Penelitian ini cukup menarik karena beberapa hal, pertama peneliti tertarik ingin mengetahui sejauh mana struktur kepemilikan sebuah perusahaan dan beberapa variabel lain berpengaruh terhadap struktur hutangnya, dan untuk mengetahui mekanisme *monitoring* dari kebijakan hutang yang diambilnya sehingga biaya keagenan menjadi berkurang. Kedua, penelitian yang telah dilakukan di Amerika menunjukkan hasil yang berbeda-beda sehingga dipertimbangkan aspek lain. Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mandelker (1987) dan Mehran (1992) menemukan hubungan positif antara presentase saham yang dipegang oleh *insider* dengan *debt ratio* perusahaan. Kemudian dengan menggunakan sumber data, periode sampel, dan teknik sampling yang berbeda, Friend dan Hasbrouk (1988), Friend dan Lang (1988) dan Jensen et. al. (1992) menemukan hubungan negatif antara prosentase saham yang dipegang oleh *insider* dengan *debt ratio* perusahaan. Sedangkan penelitian oleh Chaganti dan Damanpour (1991) menemukan bahwa *insider stock ownership* tidak mempunyai pengaruh pada struktur modal perusahaan.

Dari uraian di atas, maka peneliti tertarik untuk mengadakan penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan dan variabel kontrol lainnya terhadap kebijakan hutang perusahaan dari industri manufaktur yang terdapat di Bursa Efek Jakarta selama periode 2002 – 2006. Pemilihan industri manufaktur dengan alasan bahwa industri manufaktur merupakan industri di BEJ dengan volatilitas saham yang

cukup fluktuatif. Pemilihan variabel independen yang terdiri dari *insider ownership*, *institutional investor* dan *shareholder dispersion* sebagai variabel utama adalah bahwa variabel tersebut diyakini memiliki keterkaitan dengan *agency problem* yang dapat mempengaruhi keputusan kebijakan hutang perusahaan, sedangkan pemilihan variabel kontrol yang terdiri dari *firm size*, *asset structure*, *tax rate*, dan *firm profitability* adalah variabel tersebut merupakan variabel pendukung lainnya yang diyakini paling mempengaruhi keputusan kebijakan hutang perusahaan diantara variabel pendukung lainnya. Oleh karena itu tesis ini diberi judul **“Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta: Sebuah Perspektif Teori Agensi”**.

1.2. Permasalahan Penelitian

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah *insider ownership* memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta?
2. Apakah *institutional investor* memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta?
3. Apakah *shareholder dispersion* memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta?
4. Apakah *firm size* memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta?

5. Apakah *asset structure* memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta?
6. Apakah *firm profitability* memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta?
7. Apakah *tax rate* memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta?

1.3. Tujuan Penelitian

1. Untuk mengetahui pengaruh antara *insider ownership* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
2. Untuk mengetahui pengaruh antara *institutional investor* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
3. Untuk mengetahui pengaruh antara *shareholder dispersion* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
4. Untuk mengetahui pengaruh antara *firm size* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
5. Untuk mengetahui pengaruh antara *asset structure* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
6. Untuk mengetahui pengaruh antara *firm profitability* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
7. Untuk mengetahui pengaruh antara *tax rate* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

1.4. Pembatasan Masalah

Agar penelitian ini menjadi jelas dan terarah, maka pembatasan masalah dibatasi sebagai berikut:

1. Populasi penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta khususnya industri manufaktur.
2. Kurun waktu pengamatan dalam penelitian ini adalah 5 tahun (2002 – 2006), dengan ketentuan:
 - a. Perusahaan harus sudah melakukan kegiatan operasional dan telah menjadi perusahaan *go public* sebelum tahun 2002.
 - b. Memiliki laporan keuangan yang lengkap selama periode penelitian.
 - c. Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (*insider ownership*)
 - d. Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh *institutional investor*, dalam hal ini jika ditemukan perusahaan yang merupakan anak perusahaan induk, maka tidak dimasukkan sebagai sampel penelitian.
 - e. Tersedia data tentang jumlah saham yang beredar masing-masing perusahaan selama periode penelitian.
3. Berdasarkan studi literatur banyak faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan. Dalam penelitian ini, faktor-faktor yang digunakan sebagai penentu kebijakan utang perusahaan adalah struktur kepemilikan yang terdiri dari *insider ownership*, *institutional investor* dan *shareholder dispersion*. Dan variabel

lainnya yang juga mempengaruhi kebijakan hutang yang dipilih dalam penelitian ini adalah *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate*.

1.5. Manfaat dan Kontribusi Penelitian

Kegunaan penelitian ini antara lain:

1. Bagi calon investor dan investor, penelitian ini diharapkan menjadi masukan, khususnya untuk mengetahui sejauh mana pengaruh kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*), *institutional investor*, dan *shareholder dispersion* terhadap kebijakan hutang. Hal ini merupakan signal bagi calon investor untuk membeli atau melepas saham pada industri manufaktur.
2. Bagi pihak manajemen perusahaan, selain struktur kepemilikan juga disarankan untuk mempertimbangkan variabel-variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang seperti, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *taxe rate* . Dengan harapan akan membantu perusahaan dalam membuat kebijakan tentang tingkat hutang yang optimal dalam struktur modal perusahaan sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan dan memaksimumkan nilai perusahaan.
3. Bagi PT. Bursa Efek Jakarta, informasi ini digunakan sebagai bahan masukan dalam memahami masalah keagenan yang terjadi pada perusahaan dalam industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta, sehingga pihak yang berwenang seperti BAPPEPAM dapat meningkatkan pengawasan.
4. Hasil penelitian ini juga dapat digunakan sebagai masukan untuk penelitian lebih lanjut.

5. Kontribusi penelitian ini dibanding penelitian sebelumnya adalah dengan menggunakan data-data terbaru sehingga hasilnya lebih mencerminkan atau merepresentasikan kondisi sekarang.



BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Kebijakan Hutang

Pernyataan Gitman (2003:58) mengenai *debt position* :

"Debt position of a firm indicates the amount of other people's money being used to generate profits"

Posisi hutang perusahaan mengindikasikan jumlah uang yang dimiliki pihak eksternal untuk menghasilkan profit.

Definisi hutang menurut Ross, et.al (2004:569) adalah:

"Debt securities can be short-term (maturities of one year or less) or long term debt (maturities of more than one year).

Sekuritas hutang dapat berupa hutang jangka pendek yang jatuh temponya satu atau kurang dari satu tahun dan hutang jangka panjang yang jatuh temponya lebih dari satu tahun.

Para analis keuangan lebih memperhatikan kebijakan hutang jangka panjang karena hal ini berhubungan dengan aliran dana perusahaan dalam jangka waktu yang cukup lama. Sebelum kreditur memberikan hutangnya pada perusahaan, kreditur harus mengetahui terlebih dahulu apakah perusahaan yang akan menjadi debiturnya memiliki kemampuan untuk membayar hutang dan bunganya atau tidak di masa

depan, sehingga informasi itu akan bermanfaat bagi kreditur untuk membuat keputusan apakah ia akan meminjamkan dana atau tidak untuk perusahaan sesuai dengan informasi yang diterimanya.

Untuk mengetahui apakah sebuah perusahaan mampu untuk melunasi hutang dan bunga pinjamannya, maka hal ini biasa diukur melalui rumus *debt ratio*.

2.1.2. Struktur Kepemilikan Saham

Istilah kepemilikan (*ownership structure*) digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting didalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga prosentase kepemilikan saham oleh *inside shareholder* dan *outside shareholder* (Jensen dan Meckling, 1976).

Penelitian Agrawal dan Mandelker (1987) menguji dua hal, pertama hubungan antara *common stock* dan *option holdings* dari manajer dan pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decision*) oleh perusahaan. Kedua, hubungan antara saham yang dipegang oleh manajer dan keputusan pendanaan perusahaan seperti perubahan dalam *debt ratio* perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa jumlah saham yang dipegang oleh manajer pada perusahaan yang *variance returnnya* meningkat pada saat pengumuman investasi lebih besar daripada prosentase saham perusahaan yang dipegang oleh manajer-manajer pada perusahaan yang *variance returnnya* menurun. Penelitian tersebut menemukan adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *insider* dengan *debt ratio*.

Penelitian yang dilakukan Mehran (1992) menggunakan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal untuk melihat hubungan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal perusahaan yang diturunkan dari karakteristik-karakteristik kesempatan investasi, variabel-variabel tersebut adalah manajer, *outside board members*, *individual investors* dan *institutional investors*, *growth opportunities*, *collateral value of assets* dan *business risk*.

Struktur kepemilikan yang dibahas dalam penelitian ini adalah :

2.1.2.1. Insider Ownership

Saunders et.al (1990) menyatakan bahwa jika struktur kepemilikan saham oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Dalam konteks ini, dengan meningkatnya kepemilikan oleh *insider*, akan menyebabkan *insider* menjadi lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat *opportunistic*, karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah.

2.1.2.2. Institutional Investor

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa jumlah pemegang saham besar (*large shareholders*) mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan, dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka para pemegang saham besar seperti *institutional investor* dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *takeover*. Meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional investor* juga dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang. Dengan demikian, kehadiran

institutional investor di dalam perusahaan akan berhubungan negatif terhadap rasio hutang perusahaan. Dengan demikian, semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh *institutional investor* akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku *opportunistic* para manajer, dan memaksa manajer untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga mengurangi *agency cost* (Bathala, et al. : 1994).

Ada aspek lain yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan yang juga penting dalam mempertimbangkan dalam struktur kepemilikan ialah

2.1.2.3. Shareholder Dispersion

Berdasarkan kerangka teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976) jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan akan terpecah dalam prosentase yang yang kecil. Hal ini menyebabkan *power* para pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah. Untuk itu, perusahaan perlu meningkatkan hutang guna mendisiplinkan tindakan manajer dalam perusahaan. Pendapat yang berbeda dikemukakan oleh Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa semakin besar jumlah pemegang saham, semakin menyebar kepemilikan, sehingga ada kecenderungan berhubungan negatif dan tidak signifikan dengan *debt ratio*.

2.1.3. Teori Agen

Istilah struktur kepemilikan (*ownership structure*) digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga presentase kepemilikan saham oleh *inside shareholders* dan *outside shareholders* (Jensen dan Meckling, 1976).

Teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) merupakan salah satu *explanatory variable* untuk mengetahui adanya variasi didalam kebijakan hutang perusahaan. Teori keagenan membahas hubungan antara pemberi kerja atau prinsipal dan penerima amanah untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam konteks ini, yang dimaksud prinsipal adalah para pemegang saham dan agen adalah manajemen pengelola perusahaan. Selanjutnya prinsipal akan memberikan hak kepada orang lain yang disebut agen untuk menjalankan haknya. Kedua belah pihak diikat oleh kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing. Prinsipal menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan manajemen mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang diamanahkan oleh para pemegang saham kepadanya. Untuk kepentingan tersebut, prinsipal akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan agen memperoleh gaji, bonus dan berbagai macam kompensasi lainnya. Menurut Harianto dan Sudomo (1998) manusia pada umumnya menginginkan keuntungan yang sebesar-besarnya untuk diri sendiri dan mempunyai kecenderungan menghindari risiko atas perbuatannya. Keterbatasan sifat

manusia ini menyebabkan prinsipal dan agen saling mencari peluang untuk menguntungkan diri sendiri atas biaya salah satu pihak.

Tak terkecuali dengan manajemen perusahaan, mereka mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini biasa disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan manajer cenderung tidak menyukai risiko (*risk averse*). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung untuk bertindak mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kondisi di atas merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan atau sering disebut dengan *separation of the decision – making and risk bearing function of the firm*. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan, risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Oleh karena itu manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun sebaliknya, manajer lebih berhubungan dengan risiko perusahaan secara keseluruhan. Ada dua alasan yang mendasari menurut Fama (1980) adalah:

1. Bagian substantif dari kekayaan mereka di dalam spesifik *human capital* perusahaan, yang membuat posisi menjadi *non diversifiable*.
2. Manajer akan terancam reputasinya, demikian juga kemampuan menghasilkan *earning* perusahaan, jika perusahaan menghadapi kebangkrutan.

Dengan demikian, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976). Pendapat lain didasarkan pada asumsi bahwa para manajer yang bertanggung jawab terhadap keputusan-keputusan keuangan tidak mampu melakukan diversifikasi investasi dalam *human capital* (Fama, 1980).

Teori agency menurut Van horne (1997:5) adalah

"Cabang ekonomi yang berhubungan dengan perilaku pemberi amanat (pemilik) dan agennya (manajer)"

Pengertian *agency problem* menurut Gitman (2001:22) adalah

"The likelihood that managers may place personal goals ahead of corporate goals". Menurut pengertian ini agency konflik terjadi ketika para manajer lebih mengutamakan tujuan pribadinya daripada tujuan perusahaan itu sendiri.

Permasalahan agen yang potensial menimbulkan konflik terjadi antara (Brigham dan Houston, 2001:22)

1. Antara agen dan pemegang saham

Masalah keagenan ini terjadi bila manajer perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham perusahaan. Dalam situasi ini tujuan *stockholder's wealth maximization* terhalang oleh berbagai tujuan manajerial yang saling konflik. Manajer-pemilik

mungkin akan menjalankan perusahaan dengan lebih santai dan bekerja tidak terlalu keras untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer mungkin akan banyak membeli barang-barang mewah, karena biaya ini akan ditanggung pemegang saham yang lain.

2. Antara pemegang saham (melalui manajer) dan kreditor.

Kreditor mengklaim atas sebagian laba perusahaan untuk pembayaran bunga serta pokok hutang bila terjadi kebangkrutan. Pemegang saham yang bertindak melalui manajer menyebabkan perusahaan mengambil suatu proyek baru yang besar serta lebih berisiko dibandingkan yang diantisipasi kreditor. Risiko yang meningkat ini akan menyebabkan tingkat pengembalian yang diisyaratkan atas hutang perusahaan meningkat, dan akan menyebabkan nilai hutang yang beredar menurun. Jika proyek yang berisiko ini berhasil dilaksanakan, maka semua keuntungan akan jatuh ke pemegang saham, karena pengembalian kreditor tetap pada tingkat risiko yang rendah.

Dalam usaha meminimumkan *agency problem* atau konflik antar kelompok dalam perusahaan maka diperlukan biaya yang disebut dengan *agency cost* dan tercermin dalam empat hal (Sartono, 1994:14):

1. Pengeluaran untuk *monitoring* seperti halnya biaya untuk pemeriksaan akuntansi dan prosedur pengendalian intern. Biaya tersebut harus dikeluarkan untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak atas dasar kepentingan terbaik bagi pemilik perusahaan.
2. Pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajemen atas prestasi yang konsisten, memaksimalkan nilai perusahaan. Bentuk insentif yang umum adalah

stock option yaitu pemberian hak kepada manajemen untuk membeli saham perusahaan di masa yang akan datang dengan harga yang telah ditentukan. Bentuk kedua adalah *performance shares* yaitu pemberian saham kepada manajemen atas pencapaian tingkat *return* tertentu. Pemberian insentif sering pula berupa pemberian bonus kas.

3. *Fidelity bond* adalah kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga, dimana pihak ketiga, *bonding company*, setuju untuk membayar perusahaan jika manajer berbuat tidak jujur sehingga menimbulkan kerugian bagi perusahaan. *Fidelity bonding* mempunyai pengertian hampir sama dengan asuransi kerugian atas praktek yang tidak jujur.
4. *Golden Parachutes* dan *poison pill*, ialah suatu kontrak antara manajemen dan pemegang saham yang menjamin bahwa manajemen akan mendapat kompensasi sejumlah tertentu apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain atau terjadi perubahan pengendalian perusahaan. Dengan demikian manajemen tidak perlu khawatir akan kehilangan pekerjaan. Sedangkan *poison pill* adalah usaha pemegang saham untuk menjaga agar perusahaan tidak diambil oleh perusahaan lain. Usaha ini dapat dilakukan dengan mengeluarkan hak penjualan saham pada harga tertentu atau mengeluarkan obligasi disertai dengan hak penjualan obligasi pada harga tertentu. Sehingga apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain, pembeli perusahaan wajib membeli saham dan obligasi pada harga yang telah ditentukan sebelumnya. Biaya *agency* ditanggung oleh pemegang saham dengan tujuan untuk mencegah atau meminimalisasi konflik keagenan demi tercapainya

kemakmuran pemegang saham. Biaya ini terdiri atas *monitoring and bonding expenditures*, *opportunity cost* dan *structuring expenditures*.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu:

1. Meningkatkan *insider ownership*, sehingga manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.
2. Pendekatan pengawasan eksternal (penggunaan hutang), dengan demikian penggunaan hutang akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, sehingga menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Penggunaan hutang dikaitkan dengan harga saham perusahaan dan penurunan hutang akan menurunkan harga saham perusahaan (Masulis, 1998).
3. Meningkatkan *dividend payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cashflow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Cruthley dan Hansen, 1989).
4. *Institutional investor* sebagai *monitoring agents*, Moh'd et al. (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investor* dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen.

2.1.4. Peranan Insider Ownership Dalam Mengatasi Agency Conflict

Menurut Bathala, et al. (1994) dalam model agensi yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), perusahaan merupakan suatu subjek terhadap meningkatnya konflik. Hal ini disebabkan karena adanya penyebaran pengambilan keputusan dan risiko yang ditanggung oleh perusahaan. Dalam konteks ini, para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain, karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau untuk menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan tersebut. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan hal tersebut sebagai *agency cost of equity*.

Disisi lain manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang lebih tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan *oportunistik* mereka. Hal ini akan mengakibatkan meningkatnya beban bunga pinjaman karena risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi. Meningkatnya biaya keagenan tersebut pada akhirnya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), kehadiran biaya tersebut dapat dikurangi dengan cara meningkatkan kepemilikan saham manajerial (*managerial ownership*) dalam perusahaan. Dengan demikian, akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko dari kekayaan yang mereka miliki sebagai konsekuensi bila melakukan kesalahan dalam mengelola perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham, *insiders* akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan berusaha

meminimumkan biaya keagenan tersebut, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) investasi saham manajerial merupakan salah satu penentu penting di dalam struktur modal perusahaan. Namun arah hubungannya masih belum jelas. Di satu sisi jika kepemilikan manajer di dalam perusahaan meningkat, karena hutang akan meningkatkan harga saham, dengan demikian meningkatkan nilai pemegang saham. Di sisi lain, pada tingkat kepemilikan yang cukup signifikan, maka manajer tidak mungkin memegang portofolio yang terdiversifikasi dengan baik dan meningkatnya hutang dapat menyebabkan biaya yang mahal dalam *human capital* mereka. Dengan demikian, akan mengurangi risiko perusahaan (Smith dan stulz, 1985). Jika risiko dikurangi dengan penggunaan hutang yang lebih rendah, maka terdapat hubungan negatif antara kepemilikan saham oleh *insiders* dengan rasio hutang perusahaan. Friend, et al. (1976) dan Bathala, et al. (1994) konsisten dengan Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan meningkatkan risiko hutang yang *non-diversifiable*, sehingga *insiders* akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang. Hal ini menyebabkan rasio hutang perusahaan menurun jika tingkat kepemilikan saham manajerial meningkat.

Dengan demikian, meningkatnya *insiders ownership* dapat mensejajarkan kepentingan manajer dengan kepentingan para *outside shareholder* dan mengurangi penggunaan hutang secara optimal, sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan. Dengan kata lain, *insider ownership* mempunyai pengaruh yang negatif dengan *debt ratio* perusahaan.

2.1.5. Peranan Institutional Investor sebagai Monitoring Agents dalam mengatasi Agency Conflict.

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa kehadiran pemegang saham besar seperti *institutional investor* mempunyai arti penting dalam memonitor manajer dalam perusahaan. Secara khusus, Shleifer dan Vishny (1986:463) menyatakan bahwa

"...the large shareholder has a large enough stake that it pays for him to do some monitoring of incumbent management. If higher profits justify a change, he attempt to implement it".

Coffee (1991) menyatakan bahwa ada perubahan perilaku *institutional investor* yang pasif menjadi investor yang aktif dalam melakukan monitoring. Menurut Coffee, meningkatnya aktivitas para *institutional investor* dalam melakukan *monitoring* disebabkan oleh kenyataan bahwa adanya kepemilikan saham yang signifikan oleh investor institusional telah menghasilkan peningkatan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Pada waktu yang sama, biaya yang keluar dari investasi yang mereka lakukan (*exit cost*) menjadi semakin mahal, karena adanya risiko saham akan terjual pada harga diskon. Kondisi ini akan memotivasi *institutional investor* untuk lebih serius dalam mengoreksi perilaku manajemen dan memperpanjang jangka waktu investasi.

Meningkatnya aktivitas *institutional investor* didukung oleh usaha mereka untuk meningkatkan tanggung jawab manajer. Aktivitas *monitoring* tersebut antara lain dilakukan dengan menempatkan para komite penasehat (*advisory commitees*)

yang akan bekerja untuk melindungi kepentingan mereka. Mengutip langsung dari Bathala (1994:41)

"institution have sought to increase their oversight on companies through the formation of shareholder advisory committees that serve to review operating and financial result of the company and seek to enhance dialogue and the flow of information between major shareholder and management".

Konsisten dengan Fama dan Jensen (1983) yang menyatakan mekanisme *monitoring* dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli (*decision expert*) yang tidak dibiayai oleh perusahaan, dengan demikian tidak berada di bawah pengawasan dari CEO, sehingga dapat memonitor para manajer secara lebih efektif. Bentuk *monitoring* yang lain adalah dengan cara memberikan masukan-masukan sebagai bahan pertimbangan bagi *insiders* dalam menjalankan usaha dan melalui rapat umum pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996).

Pada akhirnya, semakin besar presentase saham yang dimiliki oleh *institutional investor* akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku *oportunistik* yang dilakukan oleh para manajer. Tindakan *monitoring* tersebut akan mengurangi *agency costs*, karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah (Bathala, et al 1994).

2.1.6. Variabel Lain yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan.

Selain struktur kepemilikan, ada beberapa variabel lain yang perlu dipertimbangkan dalam merumuskan kebijakan hutang perusahaan antara lain Moh'd, et al. (1998), Titman dan Wessel (1998), dan Jensen, et al. (1992):

1. *Firm Size*

Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Banyak penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Hal ini menyatakan bahwa perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar.

2. *Asset Structure*

Variabel ini berhubungan dengan jumlah *asset* yang dapat dijadikan jaminan (*value of asset*). Perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan hutangnya lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktiva tidak fleksibel. Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa komposisi *collateral value of asset* perusahaan akan mempengaruhi sumber pembiayaannya. Seorang investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan, karena jaminan tersebut akan mengurangi risiko kebangkrutan. Menurut Brigham dan Gapenski (1996) secara umum, perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang, akan lebih mudah

mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang.

3. *Firm Profitability*

Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Myers (1984) menyatakan bahwa manajer memiliki *pecking orders* di dalam menahan laba sebagai pilihan pertama, diikuti oleh pembiayaan dengan hutang (*debt financing*), kemudian *equity*.

4. *Tax Rate*

Modigliani dan Miller menyatakan bahwa dengan adanya pajak, penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena adanya pengurangan beban atau biaya bunga pinjaman akibat pembayaran pajak (Brigham dan Gapenski, 1996). Dengan demikian, untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan seharusnya menggunakan proporsi hutang yang lebih besar. Namun Modigliani dan Miller tidak memperhatikan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Dengan memasukkan kedua biaya tersebut dalam model Modigliani dan Miller dengan pajak, maka dengan semakin besarnya penggunaan hutang, nilai perusahaan akan semakin meningkat. Tetapi setelah mencapai titik tertentu kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang akan lebih kecil daripada kenaikan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan, sehingga nilai perusahaan akan turun.

2.1.7. Pecking Order Theory

Sebuah keputusan struktur modal yang optimal ditentukan oleh dua kriteria penting dalam merumuskan keputusan pembiayaan yang dilakukan oleh para eksekutif keuangan perusahaan, yaitu:

1. Menetapkan target optimal dalam menentukan struktur modal perusahaan atau mempertahankan struktur modal yang optimal.
2. Menggunakan/mengikuti suatu hierarki dalam pembiayaan atau yang lazim disebut *pecking order*.

Menurut Gitman dalam bukunya yang berjudul *Introduction to Managerial Finance* mendefinisikan *Pecking Order Theory* adalah

“The theory of financing hierarchy beginning with retained earnings followed by debt financing and finally external equity financing”.

Bahwa *Pecking Order Theory* merupakan suatu teori yang menyatakan bahwa struktur hierarki dari suatu pembiayaan adalah dimulai dari *Retained Earning*, selanjutnya diikuti oleh pembiayaan dari hutang dan terakhir ialah pembiayaan melalui penerbitan saham.

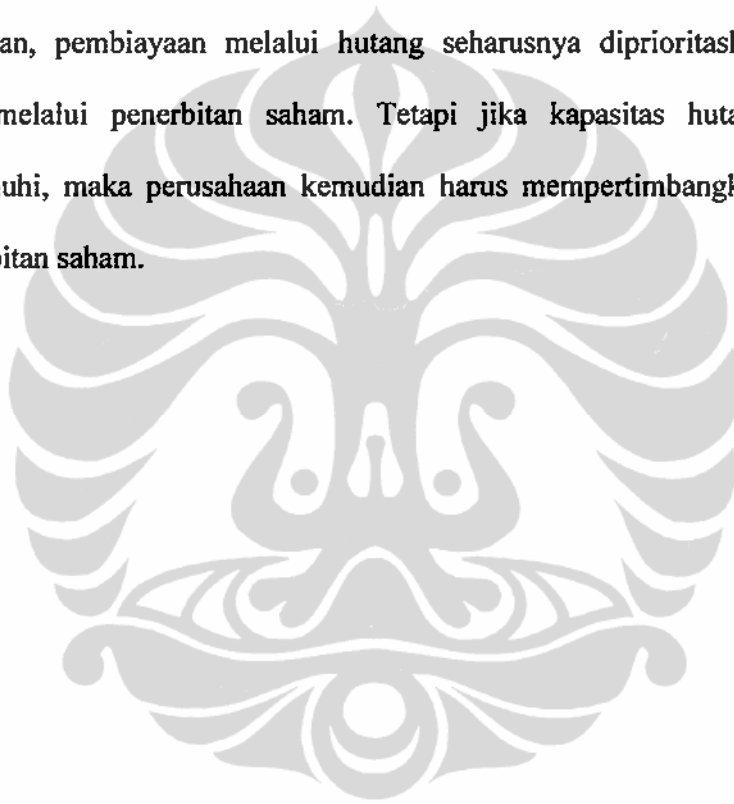
Faktor dasar yang menjadi pertimbangan dalam teori ini adalah faktor resiko yang dalam hal ini adalah biaya. Dalam bukunya yang berjudul *Corporate Finance (seventh edition)* menyebutkan bahwa:

“Corporate debt still has relatively little risk compared to equity, because if financial distress avoided, investor received fixed return”.

Bahwa hutang perusahaan masih memiliki resiko yang relatif lebih kecil jika dibandingkan dengan *equity*, karena jika perusahaan dapat menghindari kebangkrutan

atau dalam kondisi *booming*, maka kewajiban perusahaan hanya sebatas membayar bunga tetap yang telah ditentukan sebelumnya kepada investor. Tetapi jika dilakukan penerbitan saham, perusahaan yang sedang dalam kondisi booming, harus bersedia melakukan *sharing profit* kepada para investornya melalui deviden.

Jadi, teori *pecking order* memberikan implikasi bahwa jika pembiayaan dari luar memang dibutuhkan, pembiayaan melalui hutang seharusnya diprioritaskan sebelum pembiayaan melalui penerbitan saham. Tetapi jika kapasitas hutang perusahaan telah terpenuhi, maka perusahaan kemudian harus mempertimbangkan untuk melakukan penerbitan saham.



2.2. Hasil Penelitian Sebelumnya

Tabel 2.1.
Rangkuman Penelitian Terdahulu

Dependen Variabel	Independen Variabel	Hipotesis	Literatur	Alasan
Kebijakan Hutang (Y)	<i>Insider Ownership</i> (X ₁)	<i>Insider Ownership</i> memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	Friend & Hasbrouk (1988), Jensen et al. (1992), Moh'd et al. (1998)	Dengan meningkatnya kepemilikan oleh <i>insider</i> , akan menyebabkan <i>insider</i> semakin hati-hati dalam menggunakan hutang, sehingga penggunaan hutang akan berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajer dalam perusahaan.
	<i>Institutional Investor</i> (X ₂)	<i>Institutional investor</i> memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	Shleiver & Vishny (1986), Moh'd, et al. (1998)	<i>Institutional investor</i> dapat mengganti peranan hutang dalam memonitor manajer dalam perusahaan.
	<i>Shareholder Dispersion</i> (X ₃)	<i>Shareholder dispersion</i> memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	Rozeff (1982), Moh'd et al. (1998)	Semakin menyebar jumlah pemegang saham, maka menyebabkan <i>power</i> para pemegang saham dalam mengontrol tindakan manajer menjadi rendah, sehingga perusahaan perlu meningkatkan hutang untuk mengontrol tindakan manajer.
	Firm Size (X ₄)	<i>Firm size</i> memiliki	Moh'd et al. (1998),	Perusahaan cenderung untuk

	pengaruh positif terhadap kebijakan perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	Homaifar et al. (1994)	meningkatkan hutangnya karena perusahaan berkembang semakin besar.
Asset Structure (X ₅)	<i>Asset structure</i> memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	Moh'd et al. (1998)	Semakin besar jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan hutang, maka perusahaan cenderung menggunakan hutangnya lebih besar dari pada perusahaan dengan jumlah aset yang lebih kecil.
Firm Profitability (X ₆)	<i>Firm profitability</i> memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	Moh'd et al. (1998), Myer (1984), Jensen et al. (1992)	Sesuai dengan teori <i>Pecking Order</i> yang menempatkan laba sebagai pilihan utama dalam pembiayaan dibandingkan dengan hutang dan <i>equity</i> .
Tax Rate (X ₇)	<i>Tax rate</i> memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	Moh'd et al. (1998)	Jumlah pajak yang harus dibayar perusahaan akan lebih kecil akibat adanya pengurangan beban bunga daripada perusahaan yang tidak memiliki hutang. Sehingga penggunaan hutang akan lebih menguntungkan jika <i>tax rate</i> yang dikenakan lebih tinggi.

Sumber : Analisis Penulis

Penelitian yang dilakukan oleh Friend dan Lang (1988) menguji apakah keputusan struktur modal perusahaan tersebut sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen itu sendiri. Penelitian ini menggunakan *debt* atau *asset ratio* sebagai variabel dependen. Sedangkan variabel independennya adalah *standard deviation of earnings*, *log of total asset (size)*, *market value of equity*, proporsi saham yang dipegang oleh *managerial insiders*, proporsi saham yang dipegang oleh *non managerial stockholder* dan *ratio of net property, plant dan equipment dengan book asset*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 984 perusahaan di NYSE dari tahun 1979 hingga 1983 (5 tahun). Penelitian ini menemukan bahwa ada hubungan positif antara hutang dan *size*. Penelitian ini juga menemukan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan negatif dengan profitabilitas dan kepemilikan saham manajerial. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat hutang perusahaan akan turun jika tingkat investasi manajerial atau kepemilikan saham oleh manajemen meningkat. Hal ini menggambarkan bahwa risiko yang tidak terdiversifikasi (*non diversifiable risk*) dari hutang lebih besar bagi manajemen daripada investor publik untuk menjaga tingkat hutang tetap rendah.

Penelitian Agrawal dan Mandelker (1987) dilakukan untuk mengetahui hubungan antara *common stock* dan *option holdings* dari manajer dan pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decision*) oleh perusahaan. Tujuan penelitian tersebut, pertama untuk menguji hubungan antara saham dan opsi yang dipegang oleh manajer dan karakteristik dari keputusan investasi yang dibuat perusahaan, khususnya perubahan-perubahan di dalam *variabilitas return on assets* perusahaan. Kedua untuk menguji hubungan antara saham yang dipegang oleh manajer dan keputusan pendanaan perusahaan (*financing decision*) seperti perusahaan di dalam *debt equity ratio*. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, ditemukan bahwa jumlah saham yang dipegang oleh para manajer pada perusahaan yang *variance returnnya* meningkat pada saat pengumuman investasi lebih besar daripada presentase saham

perusahaan yang dipegang oleh manajer-manajer pada perusahaan yang *variance returnnya* menurun. Kedua, penelitian tersebut menemukan adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *insiders* dengan *debt ratio*. Dalam hal ini, saham yang dipegang oleh manajer perusahaan dengan *debt equity ratio* yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dipegang oleh manajer perusahaan yang memiliki *debt equity ratio* yang menurun.

Penelitian yang dilakukan oleh Moh'd, et al. (1998) menggunakan 12 faktor yang mempengaruhi rasio hutang perusahaan. Faktor-faktor tersebut terdiri dari struktur kepemilikan (*ownership structure*) yang meliputi *percent insider ownership*, *shareholder dispersion* dan *percent institutional investor* dan beberapa faktor lainnya yang mempengaruhi rasio hutang perusahaan yaitu *dividend payments*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *asset risk*, *firm profitability*, *tax rate*, *non – debt tax shield* dan *uniqueness of the firm*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 311 perusahaan manufacturing yang telah terdaftar pada CRDP *Dally Master File* dan *Value Line Investment Survey* dari periode 1972 hingga 1989. Data tersebut diperoleh dari *Compustat Industrial File*. Melalui pengujian secara terpisah dengan menggunakan analisa *time-series* analisa *cross-sectional* dan analisa *time-series cross sectional* diperoleh hasil yang sama, yaitu struktur kepemilikan dan beberapa variabel kontrol lainnya mempunyai pengaruh yang signifikan secara bersama-sama terhadap rasio hutang perusahaan.

Interpretasi hasil dalam penelitian ini sudah bersih dari gejala multikolinieritas, namun masih mengandung gejala autokorelasi dan heteroskedastisitas. Pengujian secara parsial menunjukkan bahwa struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Faktor-faktor *dividend payments*, *firm growth*, *asset risk (intrinsic business risk)*, *firm profitability* dan *uniqueness of the firm* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang

perusahaan. Sedangkan faktor-faktor *firm size*, *asset structure*, *asset risk (operating leverage risk)*, *tax rate* dan *non debt tax shield* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif dengan rasio hutang perusahaan. Penelitian ini membuktikan bahwa *institutional investor* efektif dalam melakukan *monitoring* terhadap perilaku para manajer sehingga perusahaan cenderung menurunkan tingkat hutangnya dan meningkatnya *insider ownership* dapat mengurangi peranan hutang dalam mengurangi konflik keagenan.

Penelitian yang dilakukan oleh Bathala, et al. (1994) bertujuan untuk meneliti pengaruh *institutional ownership* terhadap *debt policy* dan *managerial ownership* perusahaan. Penelitian ini juga merupakan pengembangan *agency theory* oleh Jensen dan Meckling (1976), dengan menggunakan periode penelitian selama satu tahun yaitu tahun 1988. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang dan *managerial ownership* mempunyai hubungan negatif dengan *institutional investor* dalam perusahaan sehingga efektif dalam melakukan *monitoring* terhadap perilaku para manajer perusahaan. Di samping itu, meningkatnya kepemilikan oleh *institutional investor* akan mengurangi *insider ownership* dan menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency problem*, sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Penelitian Mehran (1992) menganalisis hubungan antara struktur modal perusahaan dengan *executive incentive plans*, *managerial equity investment*, *pengawasan oleh board of directors* dan *major shareholders*. Penelitian yang dilakukan oleh Mehran menggunakan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal untuk melihat hubungan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal perusahaan yang diturunkan dari karakteristik-karakteristik kesempatan investasi. Variabel-variabel tersebut adalah *managers*, *outside board members*, *individual investors*, *growth opportunities*, *collateral value of assets* dan *business risk*. Penelitian tersebut dilakukan pada 124 perusahaan manufaktur dengan periode penelitian

selama 2 tahun yaitu tahun 1979 sampai dengan 1980. Dengan menggunakan analisa *cross sectional*, hasil penelitian tersebut menemukan adanya hubungan positif antara persentase saham yang dimiliki oleh *insiders* dengan *debt ratio* perusahaan. Di samping itu, perusahaan-perusahaan yang memiliki lebih banyak *investment banker* pada dewan direksi memiliki rasio jumlah hutang jangka panjang yang lebih besar. Hasil penelitian juga menemukan adanya hubungan positif antara persentase saham yang dimiliki oleh individual investor dengan rasio hutang perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Titman dan Wessels (1988) menyatakan ada delapan faktor yang menentukan struktur modal perusahaan yaitu *collateral value of asset, non debt tax shield, growth, uniqueness, industry classification, size, earning volatility* dan *profitability*. Namun penelitian ini tidak memasukkan struktur kepemilikan di dalam model penelitian. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dari delapan faktor tersebut, maka empat faktor di antaranya yaitu *uniqueness, industry classification, size* dan *profitability* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Noronha, et al. (1996) mencoba membahas *agency theory* dengan menitik beratkan pada rasionalitas pengawasan dividen dan interaksi antara keputusan dividen dan struktur modal. Periode penelitian adalah 3 tahun yaitu tahun 1986 sampai dengan 1988. Hasil penelitian ini menemukan bahwa pada kondisi *low growth* dan *no blockholder dividend* merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi *agency problem*. Dengan demikian, akan terjadi interaksi di antara keputusan dividen dan keputusan struktur modal. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak dalam semua kondisi dividen itu relevan untuk meminimalkan *agency problem*.

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen, et al. (1992) menguji hubungan antara *insider ownership, debt* dan *dividend policies*. Periode penelitian adalah 2 tahun yaitu tahun 1982 dan

1987. Dalam penelitian tersebut *debt ratio* merupakan fungsi dari *insiders*, *dividend*, *business risk*, *profitability*, R&D dan *fixed asset*. Hasil penelitian ini menemukan adanya hubungan negatif antara presentase saham yang dipegang oleh *insiders* dengan *debt ratio*. Dengan demikian, meningkatnya *insider ownership* dapat mensejajarkan kepentingan *insider ownership* dengan kepentingan para *outside shareholder* dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan.



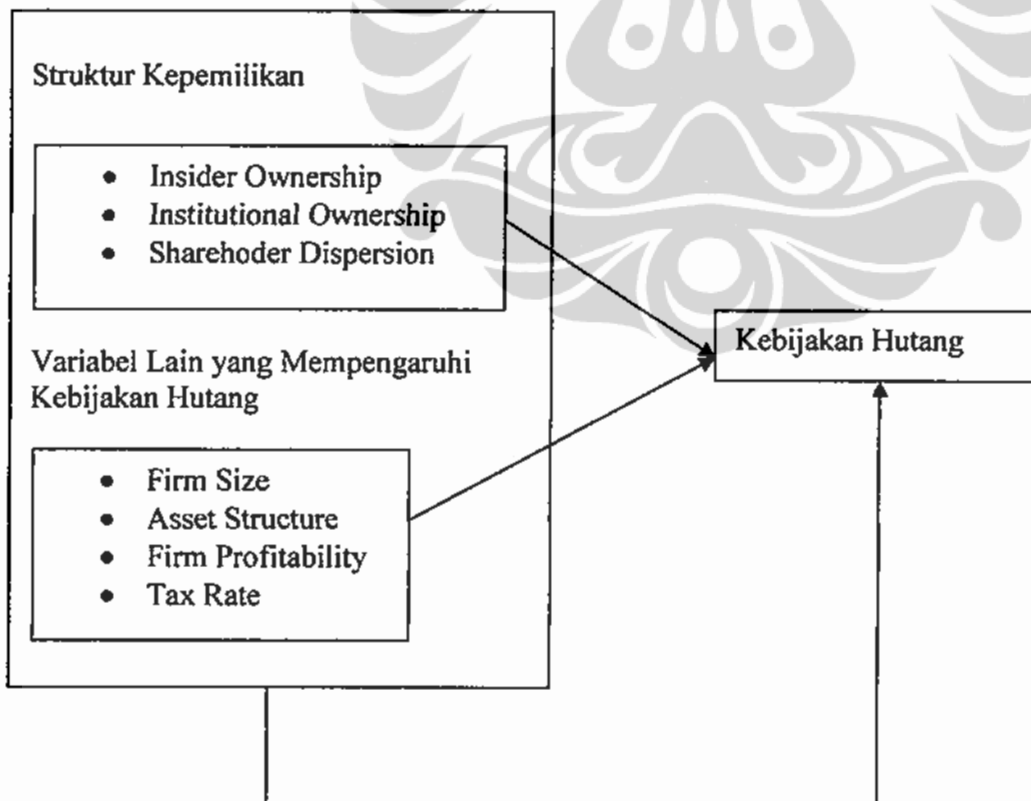
BAB 3

RERANGKA KONSEPTUAL

3.1. Gambaran Konseptual

Berdasarkan landasan teoritis dan hasil penelitian empiris di atas, maka kerangka konseptual dalam penelitian ini dapat diamati pada gambar berikut.

Gambar 3.1.
Bagan Kerangka Konseptual



3.2. Struktur Kepemilikan

Untuk mencapai struktur modal yang optimal, perusahaan harus mempertimbangkan sejumlah faktor agar keputusan yang diambil mengenai struktur modal tepat. Kebijakan mengenai struktur modal perusahaan sangat penting, karena hal ini selanjutnya akan sangat berpengaruh pada nilai perusahaan yang tercermin dalam harga per lembar sahamnya. Salah satu struktur modal yang tercantum dalam neraca perusahaan adalah komponen hutang. Sebelum membuat kebijakan hutangnya, manajer harus terlebih dahulu memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhinya agar kebijakan hutang terlaksana seoptimal mungkin. Diantara faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan adalah struktur kepemilikan yang terdiri dari *insider ownership*, *institutional ownership* dan aspek *shareholder dispersion*. Selain itu variabel lainnya seperti *asset structure*, *firm profitability*, *firm size*, *tax rate* juga dapat mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan.

3.2.1. Insider Ownership

Hasil studi Friend dan Lang (1998), Friend dan Hasbrouk (1998) konsisten dengan hasil penelitian Jensen, et al. (1992) dan Moh'd, et al. (1998) yaitu tingkat hutang di dalam struktur modal mempunyai hubungan negatif dengan *insiders ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajer dalam perusahaan. Konsisten dengan teori yang dikemukakan Easterbrook (1984) dan Saunders, et al. (1990) bahwa jika struktur kepemilikan saham oleh manajemen tinggi, maka manajer akan *risk averse*. Dalam konteks ini, dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh *insiders*, akan menyebabkan *insiders* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan

menghindari perilaku oportunistik, karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah.

Dengan demikian, meningkatnya *insider ownership* dapat mensejajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan para *outside shareholders* dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan. Berdasarkan uraian di atas, maka disusun hipotesis alternatif sebagai berikut:

H₁ : *Insider ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

3.2.2. Institutional Investor

Hasil studi Moh'd et al. (1998) menemukan bahwa *institutional shareholdings* mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap *debt ratio*. Hal ini konsisten dengan Grier dan Zychowicz (1994) yang menyatakan bahwa *institutional investors* dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajer dalam perusahaan. Dengan demikian, semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh *institutional investor* akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer dan memaksa manajer untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi *agency cost* (bathala, et al. 1994).

Berdasarkan hasil studi tersebut maka disusun hipotesis alternatif sebagai berikut:

H₂ : *Institutional ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

3.2.3. Shareholder Dispersion

Berdasarkan kerangka teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976) jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan akan terpecah dalam presentase yang kecil. Hal ini menyebabkan *power* para pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah. Untuk itu, perusahaan perlu meningkatkan hutang guna mendisiplinkan tindakan manajer dalam perusahaan. Pendapat yang berbeda dikemukakan oleh Rozeff (1982), yang menyatakan bahwa semakin besar jumlah pemegang saham, maka semakin menyebar kepemilikan, sehingga ada kecenderungan berhubungan negatif dan tidak signifikan dengan *debt ratio*. Sedangkan hasil studi Moh'd et al. (1998) menemukan bahwa jumlah *shareholder dispersion* mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan *debt ratio*. Hal ini mendukung pernyataan bahwa pemegang saham yang menyebar (*diffused shareholders*) mempunyai sedikit pengaruh terhadap posisi manajemen yang konservatif dalam penggunaan hutang (Easterbrook, 1984). Berdasarkan uraian di atas, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

H₃ : *Shareholder dispersion* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

3.3. Beberapa Variabel selain Struktur Kepemilikan yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan

3.3.1. Firm Size

Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Banyak penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan

dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan menyatakan ada hubungan positif antara ukuran perusahaan (*size*) dan *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar.

Hasil studi dari Moh'd et al. (1998) dan Homaifar, et al. (1994) menemukan bahwa *firm size* mempunyai hubungan yang positif dan berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio*.

H₄ : *Firm size* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

3.3.2. Asset Structure

Variabel ini berhubungan dengan jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of asset*). Perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan hutangnya lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktivanya tidak fleksibel. Investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan. Jika perusahaan menggunakan hutang dengan jaminan maka akan mengurangi risiko kebangkrutan perusahaan. Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa komposisi *collateral of asset* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaannya (Myers dan Majluf, 1984). Seorang investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang ada. Disisi lain jika perusahaan menggunakan hutang yang disertai dengan jaminan maka akan mengurangi risiko kebangkrutan perusahaan.

Menurut Brigham dan Gapenski (1996), secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang, akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki jumlah aktiva tetap yang mudah untuk dijual akan menggunakan hutang lebih besar. Demikian juga, Sartono (1996) menyatakan perusahaan yang memiliki aktiva berwujud cukup besar,

cenderung untuk menggunakan hutang dalam proporsi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki kesempatan untuk tumbuh lebih baik. Ini mudah dipahami karena sulit untuk memperkirakan *performance* perusahaan yang misalnya hanya memiliki *goodwill*, sementara tidak didukung oleh aktiva berwujud yang cukup. Oleh karena itu, ada hubungan positif antara tingkat hutang dan *collateral value of assets*. Hal ini sesuai dengan pernyataan bahwa *tangible asset* menurunkan *agency cost* dari hutang (Myers, 1997) dan *pecking order hypothesis* (Myers, 1984). Hasil studi Moh'd, et al. (1998) menemukan bahwa *asset structure* mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan *debt ratio*.

H₅ : *Asset structure* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

3.3.3. Firm Profitability

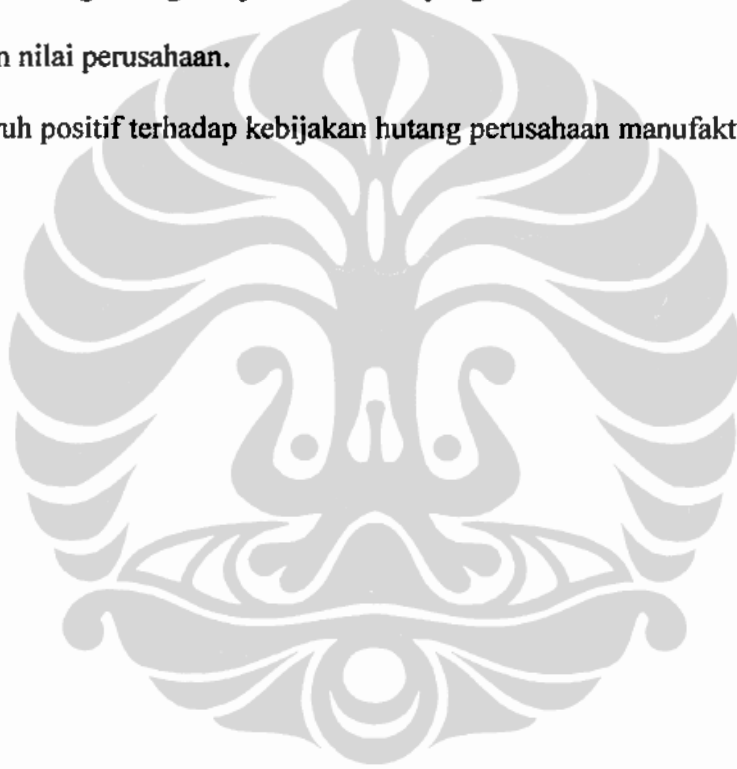
Variabel ini menggambarkan pendapatan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Myers (1984) menyatakan bahwa manajer mempunyai *pecking order* dalam menahan laba sebagai pihan utama, diikuti oleh pembiayaan dengan hutang (*debt financing*), kemudian *equity*. Dengan demikian, terdapat hubungan negatif antara *profitabilitas* dan *debt ratio*. Hasil studi Moh'd et al. (1998), Myers (1984) dan Jensen, et al.(1992) menemukan bahwa *firm profitability* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan terhadap *debt ratio*.

H₆ : *Firm profitability* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

3.3.4. Tax Rate

Modigliani dan Miller menyatakan bahwa dengan adanya pajak, penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena adanya pengurangan pajak akibat pembayaran bunga hutang. Jumlah pajak yang harus dibayar perusahaan akan lebih kecil akibat adanya pengurangan beban bunga daripada perusahaan yang tidak memiliki hutang. Sehingga penggunaan hutang akan lebih menguntungkan jika *tax rate* yang dikenakan lebih tinggi karena akan lebih meningkatkan nilai perusahaan.

H₇ : *Tax rate* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta .



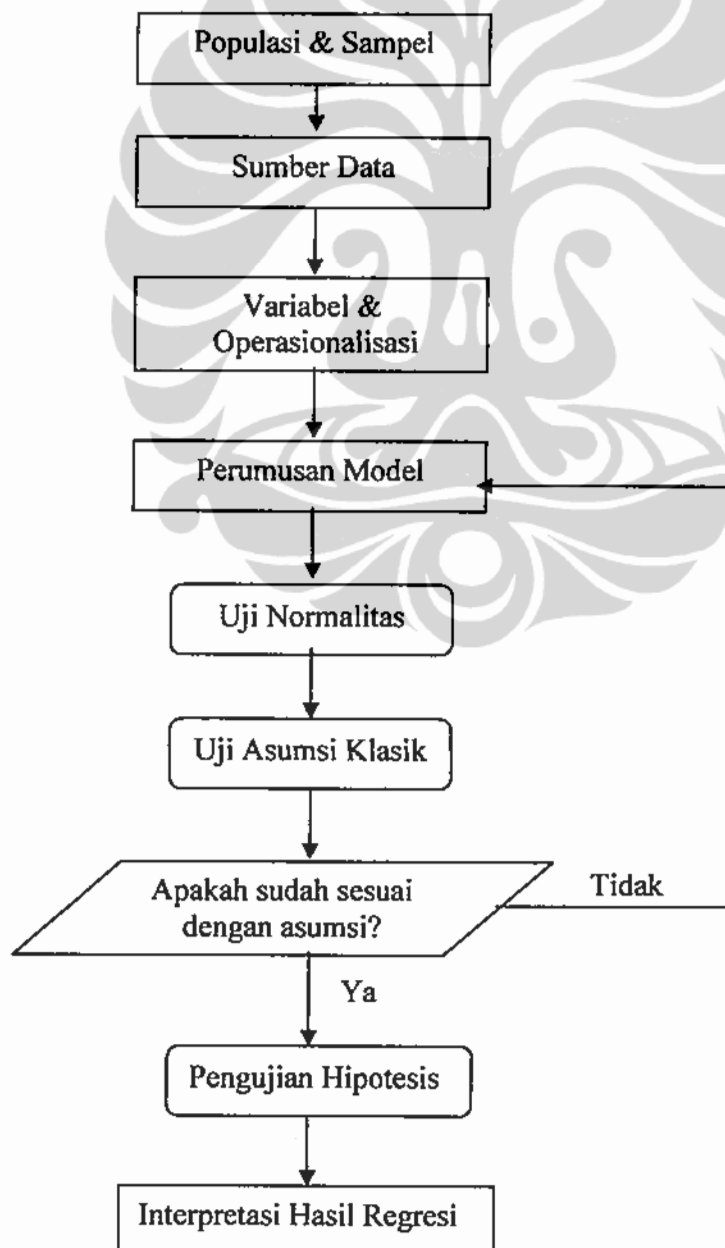
BAB 4

METODE PENELITIAN

4.1. Flowchart Tahapan Metode Penelitian

Berdasarkan tahapan metodologi penelitian, maka dapat dibuat *flowchart* tahapan metodologi penelitiannya sebagai berikut:

Gambar 4.1.
Flowchart Tahapan Metode Penelitian



4.2. Populasi dan Sampel Penelitian

Perusahaan yang menjadi populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2002 sampai tahun 2006.

Mengingat perbedaan variasi jumlah saham perusahaan pada masing-masing sub group perusahaan terlalu jauh, maka pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* (Uma Sekaran, 2000 : 278).

Pernyataan sampel yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan harus sudah melakukan kegiatan operasional dan telah menjadi perusahaan *go public* sebelum tahun 2002.
2. Memiliki laporan keuangan selama periode penelitian.
3. Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (*insider ownership*).
4. Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh *institutional investor*, dalam hal ini jika ditemukan perusahaan yang merupakan anak perusahaan induk, maka tidak dimasukkan sebagai sampel penelitian.
5. Tersedia tentang jumlah saham yang beredar masing-masing perusahaan selama periode penelitian.

Berdasarkan kriteria di atas, maka diperoleh 29 perusahaan dari sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2002 sampai tahun 2006. Perusahaan yang telah memenuhi kriteria tersebut adalah PT. Siantar Top Tbk, PT. Gudang Garam Tbk, PT. Pania Asia Indosyntec Tbk, PT. Sunson Textile Manufacturer Tbk, PT. Hanson Internasional Tbk, PT. Surya Intrindo Makmur Tbk, PT. Budi Acid Jaya Tbk, PT. Eterindo Wahanatama Tbk, PT. Lautan Luas Tbk, PT. Sorini Corporation Tbk, PT. Aneka Kemasindo

Tbk, PT. Asiaplast Industries Tbk, PT. Berlina Tbk, PT. Langgeng Makmur Industry Tbk, PT. Alumindo Light Metal Industry Tbk, PT. Jaya Pari Steel Tbk, PT. Lionmesh Prima Tbk, PT. Lion Metal Works Tbk, PT. Kedaung Indah Can Tbk, PT. Intikeramik Alamasri Industri Tbk, PT. Sumi Indo Kabel Tbk, PT. Metrodata Electronics Tbk, PT. Branta Mulia Tbk, PT. Intraco Penta Tbk, PT. Nipress Tbk, PT. Prima Alloy Steel Tbk, PT. Sanex Qianjiang Motor Tbk, PT. Perdana Bangun Pusaka Tbk, PT. Pyridam Farma Tbk.

Dengan menggunakan *pooled time-series cross section* dan mempertimbangkan kelengkapan kriteria di atas, maka data yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 145 data. Penggunaan data *pooled time-series cross section* dimaksudkan untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan saham selama lima tahun (2002 – 2006).

4.3. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dalam bentuk laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 2002 – 2006. Data tersebut diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD), JSX Online dan laporan keuangan perusahaan. Data yang diambil adalah data mengenai pendapatan operasi, total *asset*, jumlah *fixed asset*, total *liabilities*, total *sales*, total *earning before tax*, *earning after tax*, jumlah pemegang saham, total jumlah saham yang beredar, jumlah saham yang dimiliki manajerial dan institusi.

4.4. Definisi Operasional Variabel dan Rumus Perhitungan Masing-masing Variabel

Definisi operasional variabel berikut rumus perhitungan yang digunakan dalam penelitian ini diuraikan dalam tabel berikut:

Tabel 4.4.
Definisi Operasional Variabel dan Rumus Perhitungan

No	Variabel	Penjelasan	Rumus Perhitungan
1	Variabel kebijakan hutang dengan indikator <i>Debt Ratio</i> (DR)	<i>Debt ratio</i> diukur dengan membagi jumlah hutang dengan <i>total asset</i> .	$DR = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Asset}}$
2	Variabel <i>insider ownership</i> (INSDR)	<i>Insider ownership</i> diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris. <i>Insider ownership</i> adalah pemegang saham dari pihak manajemen secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris).	$INSDR = \frac{\text{Jumlah Saham Yang dimiliki Manajer, Direktur & Komisaris}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$

3	Variabel <i>insititutional ownership</i> (INST)	<p><i>Institutional ownership</i> diukur dengan presentase kepemilikan saham oleh <i>investor insititutional</i> seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan.</p>	<p>Jumlah Saham yang Dimiliki oleh <i>Investor Insititutional</i></p> <hr/> <p>Jumlah Saham yang Beredar</p> <p>INST =</p>
4	Variabel <i>shareholder dispersion</i> (SDP)	<p><i>Shareholder dispersion</i> terlihat dari jumlah pemegang saham dari perusahaan yang bersangkutan. <i>Shareholder dispersion</i> diukur melalui natural log jumlah kelompok pemegang saham.</p>	<p>SDP = Logaritma Natural dari Jumlah Kelompok Pemegang Saham</p>
5	Variabel <i>Firm Size</i> (SIZE)	<p><i>Firm size</i> terlihat dari total sales perusahaan. <i>Firm size</i> diukur dengan logaritma natural dari total sales</p>	<p>Size = Logaritma Natural dari Total Sales</p>

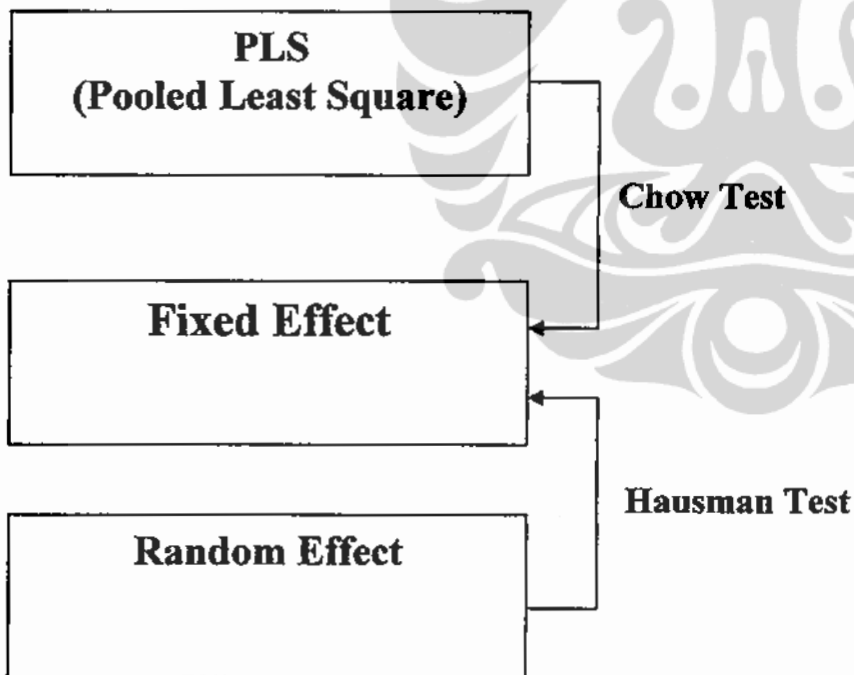
		perusahaan.	
6	Variabel <i>asset structure</i> (ASSET)	<i>Asset structure</i> diukur dengan menggunakan hasil bagi antara <i>fixed asset</i> terhadap <i>total asset</i> .	$\text{ASSET} = \frac{\text{Fixed Asset}}{\text{Total Asset}}$
7	Variabel <i>firm profitability</i> (PROF)	<i>Firm profitability</i> terlihat dari <i>return on asset</i> dari perusahaan yang bersangkutan. <i>Return on Asset</i> diukur melalui rasio antara <i>net profit after tax</i> dengan <i>total asset</i> .	$\text{PROF} = \text{Return on Asset} = \frac{\text{Net Profit After Tax}}{\text{Total Asset}}$
8	Variabel <i>tax rate</i> (TAX)	<i>Tax rate</i> diukur dengan membagi selisih antara <i>earning before tax</i> dan <i>earning after tax</i> dengan <i>earning before tax</i> .	$\text{TAX} = \frac{[\text{EBT} - \text{EAT}]}{\text{EBT}}$

4.5. Metode Estimasi

Analisis data penelitian dilakukan dengan menggunakan model persamaan regresi berganda. Penggunaan model regresi berganda dalam menguji hipotesis haruslah menghindari penyimpangan terhadap asumsi klasik di antaranya adalah multikolinearitas, autokorelasi, heteroskedastisitas dan uji kenormalan.

Dalam pengolahan data panel mekanisme uji untuk menentukan metode yang tepat di jelaskan dalam table berikut:

Gambar 4.2.
Pemilihan Metode Estimasi Data Panel



4.5.1. Chow Test

Chow test merupakan pengujian untuk memilih apakah model yang digunakan Pooled Least Square (PLS) atau Fixed Effect. Seperti yang diketahui, terkadang asumsi bahwa setiap unit cross section memiliki perilaku yang sama cenderung tidak realistis mengingat dimungkinkan saja setiap cross section memiliki perilaku yang berbeda.

Hipotesa yang digunakan dalam pengujian ini adalah sebagai berikut:

H0 : Model PLS (Restricted)

H1 : Model Fixed Effect (Unrestricted)

Dasar penolakan terhadap hipotesa nol tersebut dengan menggunakan F statistic seperti dirumuskan berikut:

$$\text{Chow} = \text{RSS}_{\text{ur}} = \sum \text{RSS}_t / N$$

Dimana :

RRSS = Restricted Residual Sum Square, diperoleh dari estimasi data dengan metode Pooled Least Square.section

N = Jumlah data cross

t = Jumlah data time series

Jika nilai Chow Statistik (F stat) hasil pengujian lebih kecil daripada F table, maka cukup bagi kita untuk melakukan penerimaan terhadap hipotesa nol sehingga model yang digunakan adalah pooled least square (PLS), demikian pula sebaliknya. Jika hasil uji chow menunjukkan penerimaan terhadap hipotesa nol, maka langkah uji hausman tidak perlu lagi dilakukan. Hasil uji chow cukup bagi kita untuk menyimpulkan melakukan metode estimasi data panel dengan menggunakan pooled least square.

4.5.2. Uji Hausman

Pemilihan antara *random effect* dengan *fixed effect* ditentukan dengan melakukan uji hausman. Uji ini didefinisikan sebagai berikut:

$$H = [\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}] \hat{\Sigma}^{-1} [\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}]$$

$$\hat{\Sigma} = \text{Var}[\hat{\beta}_{FE}] - \text{Var}[\hat{\beta}_{RE}] = \text{Var}[\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}]$$

Adapun variabel $\hat{\Sigma}$ didapat melalui *covarians matriks* dari parameter estimasi dengan *random effect* tanpa konstanta.

Sedangkan hipotesa penelitian dari uji hausman adalah sebagai berikut:

H0: *Random Effect Model*

H1: *Fixed Effect Model*

Hasil dari uji dibandingkan dengan chi square pada derajat kebebasan n-k. Jika hipotesa nol tidak di terima maka artinya fixed effect digunakan dan begitupun sebaliknya jika hipotesa nol diterima maka metode estimasi yang digunakan adalah metode estimasi data panel dengan *random effect*.

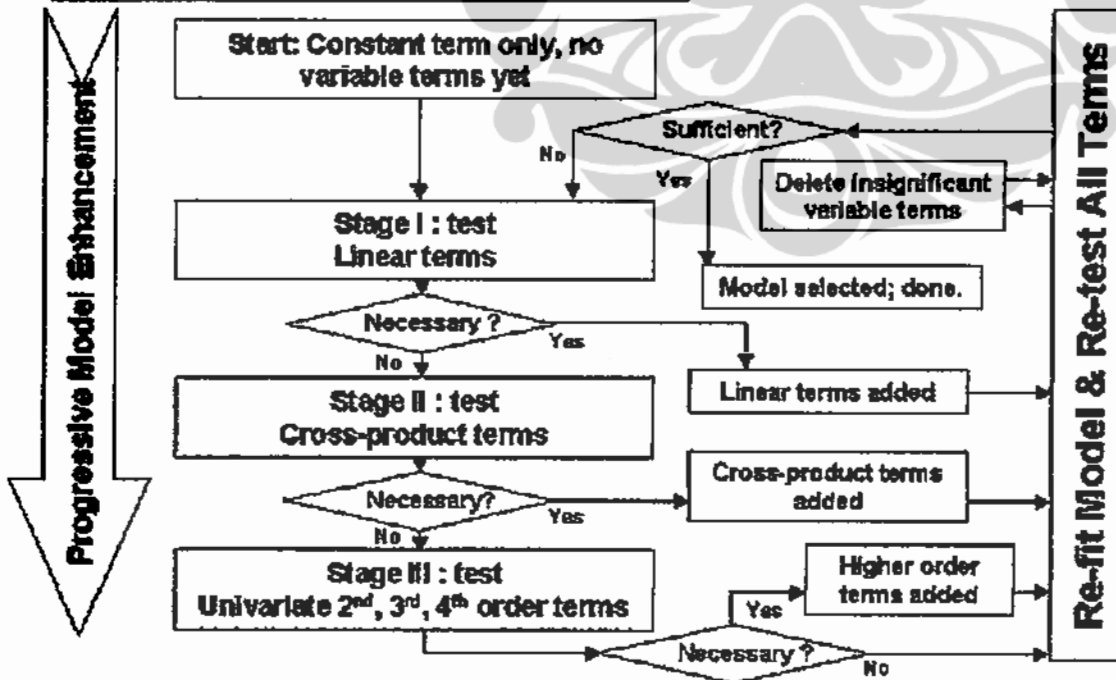
4.6. Pengujian Statistik

4.6.1. Stepwise Regression

Dalam olah data statistik, *stepwise regression* bertujuan untuk memperoleh model terbaik dengan melakukan uji regresi melalui pendekatan *forward selection* dan *backward elimination*. *Forward selection* yaitu dengan cara memasukkan variabel satu persatu sampai diperoleh model regresi terbaik dimana variabel-variabelnya diseleksi berdasarkan yang hanya menunjukkan tingkat signifikansi saja. Selain itu, juga dilakukan uji regresi melalui *backward elimination* yaitu dengan cara mengurangi atau mengeliminasi satu persatu variabel yang tidak menunjukkan tingkat signifikansi sampai diperoleh model terbaik.

Untuk lebih jelas tahapan pengolahan data stepwise regression dapat dilihat pada bagan berikut:

Gambar 4.3
Tahapan Pengolahan Data Stepwise Regression



Sumber: wikipedia

Dengan melakukan langkah ini diharapkan hasil regresi linear berganda akan menghasilkan output yang baik dan *powerfull*.

4.6.2. Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi adalah studi mengenai ketergantungan variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen, dengan tujuan untuk mengestimasi atau memprediksi rata-rata populasi atau nilai rata-rata variabel dependen berdasarkan nilai variabel independen yang diketahui. Dalam penelitian ini variabel independen yang dimaksud adalah *insider ownership*, *institutional investor*, *shareholder dispersion*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* yang akan diuji ketergantungannya terhadap variabel dependennya yaitu kebijakan hutang perusahaan. Hasil analisis regresi adalah berupa koefisien untuk masing-masing variabel independen.

Persamaan regresi linier berganda digunakan untuk analisis variabel dalam penelitian di bawah ini:

$$\text{Kebijakan Hutang (DR)} = a + b_1 \text{ INSDR} + b_2 \text{ INST} + b_3 \text{ SDP} + b_4 \text{ SIZE} + b_5 \text{ ASSET} + b_6 \text{ PROF} + b_7 \text{ TAX} + \varepsilon$$

Keterangan:

a	= Konstanta
b1 = b2 = b3 = b4 = b5 = b6 = b7	= Koefisien regresi
DR	= Debt Ratio
INSDR	= Insider Ownership
INST	= Institutional Ownership
SDP	= Shareholder Dispersion
SIZE	= Firm Size

ASSET	= Asset Structure
PROF	= Firm Profitability
TAX	= Tax Rate

Setelah dilakukan pengujian regresi dengan persamaan regresi yang telah disebutkan diawal, maka langkah pengujian statistik untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini dilanjutkan dengan uji F, uji t dan uji koefisien determinasi berganda (R^2).

4.6.3. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Hipotesis yang digunakan adalah:

$H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = b_5 = b_6 = b_7 = 0$ yang artinya

Tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel *insider ownership*, *institutional ownership*, *shareholder dispersion*, *firm size*, *asset structure* dan *firm profitability*, *tax rate* terhadap kebijakan hutang.

$H_1 : b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq b_4 \neq b_5 \neq b_6 \neq b_7 \neq 0$ yang artinya

Ada pengaruh yang signifikan antara variabel *insider ownership*, *institutional ownership*, *shareholder dispersion*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability*, *tax rate* terhadap kebijakan hutang.

Kriteria pengambilan keputusan dalam uji F adalah sebagai berikut:

- Apabila $F_{hitung} > F_{table}$ atau $F_{stat} > F_{sign} < 0,05$ maka H_0 ditolak atau H_a diterima.

Hal ini berarti semua variabel independent secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

- Apabila $F_{hitung} < F_{table}$ atau $F_{stat} > 0,05$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak.

Hal ini berarti bahwa semua variabel independent secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

4.6.4. Uji Statistik Parameter Individual (Uji statistik t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independent secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

4.6.4.1. Insider Ownership

$H_{10} : a_1 \geq 0$ artinya tidak ada pengaruh negatif antara variabel *insider ownership* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta .

$H_{1a} : a_1 < 0$ artinya terdapat pengaruh negatif antara variabel *insider ownership* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

4.6.4.2. Institutional Investor

$H_{20} : a_2 \geq 0$ artinya tidak ada pengaruh negatif antara variabel *institutional ownership* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

$H_{2a} : a_2 < 0$ artinya terdapat pengaruh negatif antara variabel *institutional ownership* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

4.6.4.3. Shareholder Dispersion

$H_{3o} : a_3 \geq 0$ artinya tidak ada pengaruh negatif antara variabel *shareholder dispersion* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta .

$H_{3a} : a_3 < 0$ artinya terdapat pengaruh negatif antara variabel *shareholder dispersion* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

4.6.4.4. Firm Size

$H_{4o} : a_4 \leq 0$ artinya tidak ada pengaruh negatif antara variabel *firm size* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

$H_{4a} : a_4 > 0$ artinya terdapat pengaruh negatif antara variabel *firm size* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

4.6.4.5. Asset Structure

$H_{5o} : a_5 \leq 0$ artinya tidak ada pengaruh positif antara variabel *asset structure* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

$H_{5a} : a_5 > 0$ artinya terdapat pengaruh positif antara variabel *asset structure* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

4.6.4.6. Firm Profitability

$H_{6o} : a_6 \geq 0$ artinya tidak ada pengaruh negatif antara variabel *firm profitability* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

$H_{6a}: a_6 < 0$ artinya ada pengaruh negatif yang signifikan antara variabel *firm profitability* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

4.6.4.7. Tax Rate

$H_{70}: a_7 \leq 0$ artinya tidak ada pengaruh positif antara variabel *tax rate* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

$H_{7a}: a_7 > 0$ artinya ada pengaruh negative antara variabel *tax rate* terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

4.6.5. Uji Koefisien Determinasi Berganda (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu.

4.7. Pengujian Ekonometrik

Untuk mengetahui apakah model persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian memenuhi asumsi klasik, maka harus dilakukan uji asumsi klasik terdiri dari:

4.7.1. Uji Multikoleniaritas

Uji multikoleniaritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas.

Hipotesis yang digunakan dalam pengujian multikolinearitas adalah

H_0 : Tidak ada multikoleniaritas

H_a : Ada multikoleniaritas

Sedangkan kriteria pengambilan keputusannya adalah

⇒ Jika $VIF > 10$ atau jika $tolerance < 0,1$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima.

⇒ Jika $VIF < 10$ atau jika $tolerance > 0,1$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak.

H_a diterima menunjukkan adanya multikoleniaritas dalam model regresi. Sedangkan apabila H_a ditolak menunjukkan bahwa tidak ada multikoleniaritas antar variable bebas dalam model regresi.

4.7.2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya).

Jika ada korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi.

Hipotesis yang akan diuji adalah:

H_0 : tidak ada autokorelasi ($r = 0$)

H_a : ada autokorelasi ($r \neq 0$)

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi :

1. Bila nilai DW terletak antara batas atas atau *upper bound* (du) dan $(4 - du)$, maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol, berarti tidak ada autokorelasi.
2. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau *lower bound* (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol, berarti ada autokorelasi positif.
3. Bila nilai DW lebih besar daripada $(4-dl)$, maka koefisien autokorelasi lebih kecil daripada nol, berarti ada autokorelasi negatif.

4. Bila nilai DW terletak diantara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW antara ($4-du$) dan ($4-dl$), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

Kriteria pengambilan keputusannya adalah:

1. Bila probabilitas $obs \cdot R^2 > 0,05$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak (tidak ada autokorelasi).
2. Bila probabilitas $obs \cdot R^2 < 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima (ada autokorelasi).

4.7.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari *residual* satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas dan tidak terjadi heteroskedastisitas.

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dalam penelitian ini maka dapat dilihat dengan :

4.7.3.1. Uji Glejser

Hipotesis yang digunakan adalah:

H_0 : Tidak ada heteroskedastisitas

H_a : Ada heteroskedastisitas

Sedangkan kriteria pengambilan keputusannya adalah :

1. Jika probabilitas $>$ tingkat kesalahan ($\alpha = 0,05$), maka H_0 diterima dan H_a ditolak (tidak ada heteroskedastisitas).

2. Jika probabilitas < tingkat kesalahan ($\alpha = 0,05$), maka H_0 ditolak dan H_a diterima (ada heteroskedastisitas).

4.7.3.2. Uji Scatterplot

Selain menggunakan uji glejser, pengujian asumsi klasik untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas juga dengan menggunakan uji scatterplot, dalam uji ini dapat dilihat melalui gambar apakah titik-titik menyebar secara acak dan tersebar baik di atas maupun di bawah angka nol pada sumbu Y membentuk pola tertentu atau tidak. Jika titik-titik menyebar tidak membentuk pola tertentu maka dapat dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas atau dikatakan homoskedastisitas.

4.7.4. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya memiliki distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik yaitu yang memiliki distribusi normal atau mendekati normal. Uji normalitas dalam penelitian ini dilakukan dengan analisis grafik PP Plot.

Setelah dilakukan pengujian regresi dengan persamaan regresi yang telah disebutkan sebelumnya, maka langkah pengujian statistik untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini dilanjutkan dengan uji koefisien determinasi berganda (R^2), uji t dan uji F.

BAB 5

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

5.1. Analisis Data

Penelitian ini menggunakan *pooling data analysis* dimana merupakan data gabungan dari *time series* dan *cross sectional* data, yang mana tujuan penggunaan data ini umumnya untuk memperbanyak data observasi guna memenuhi keperluan jumlah observasi minimum (Mulyono, 2000:15), dengan jumlah observasi sebesar 145.

Analisis data dilakukan dengan menggunakan model persamaan regresi linier berganda yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan yang terdiri dari *insider ownership*, *institutional investor*, *shareholders dispersion*, dan variabel lain yang juga mempengaruhi kebijakan hutang, seperti *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* terhadap kebijakan hutang perusahaan yang diproksikan sebagai *debt ratio*.

5.2. Pemilihan Metode Estimasi

5.2.1. Chow Test

$$RSS_r(RSS_3) = 3.537$$

$$\begin{aligned} RSS_{ur} &= (RSS_1 + RSS_2 + RSS_3 + RSS_4 + RSS_5)/5 \\ &= (0.116 + 0.205 + 0.134 + 0.772 + 0.399)/5 \\ &= 1.625569/5 = 0.3252 \end{aligned}$$

$$F = \frac{(RSS_r - RSS_{ur}) / k}{(RSS_{ur}) / (n_1 + n_2 - 2k)}$$

$$F = \frac{(0.3537-0.325)/5}{0.3537/131} = 2.104$$

Dari F table dengan df 5 dan 135 dengan tingkat signifikan 0.05 maka didapat f tabel sebesar 2.29 oleh karena f hitung sebesar 2.104 lebih besar f tabel dapat disimpulkan bahwa tahun pengamatan 2002 hingga 2006 adalah PLS.

Dari hasil uji chow diatas maka regresi dengan PLS akan menghasilkan estimimasi yang efisien artinya hasil uji chow merekomendasikan penggunaan estimasi data panel dengan pooled least square. Hasil ini telah mencukupi untuk melakukan langkah estimasi berikutnya, sehingga uji hausman tidak diperlukan lagi untuk dilakukan untuk model ini.

5.3. Hasil Pengujian Statistik

5.3.1. Hasil Stepwise Regression

Dari hasil langkah uji *stepwise regression* diperoleh nilai signifikansi model pada tingkat kepercayaan 95%, hasil ini diperoleh dengan membandingkan nilai signifikansi model terhadap tingkat alpha sebesar 5%.

Hasil pengolahan regresi linier berganda dengan menggunakan metode *stepwise regression* ditunjukkan pada tabel sebagai berikut:

Tabel 5.1.
Hasil Analisis Regresi Stepwise Regression

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.333	.196		1.698	.092
	ASSET	.209	.101	.175	2.084	.039
	PROF	-.063	.052	-.098	-1.207	.230
	TAX RATE	.000	.001	.041	.513	.609
	INSDR	-.541	.182	-.247	-2.969	.004
	INST	.010	.101	.008	.100	.921
	SDP	-.107	.090	-.108	-1.181	.240
	SIZE	.037	.034	.101	1.086	.279
2	(Constant)	.338	.190		1.779	.077
	ASSET	.210	.100	.175	2.093	.038
	PROF	-.063	.052	-.098	-1.213	.227
	TAX RATE	.000	.001	.041	.513	.609
	INSDR	-.543	.181	-.248	-3.005	.003
	SDP	-.106	.090	-.107	-1.181	.240
	SIZE	.037	.034	.101	1.098	.274
3	(Constant)	.341	.189		1.801	.074
	ASSET	.207	.100	.173	2.077	.040
	PROF	-.063	.052	-.098	-1.220	.224
	INSDR	-.540	.180	-.246	-2.995	.003
	SDP	-.110	.089	-.111	-1.231	.220
	SIZE	.037	.034	.102	1.104	.271
4	(Constant)	.532	.077		6.863	.000
	ASSET	.193	.099	.162	1.951	.053
	PROF	-.069	.051	-.108	-1.351	.179
	INSDR	-.589	.175	-.269	-3.373	.001
	SDP	-.069	.081	-.070	-.846	.399
5	(Constant)	.480	.047		10.117	.000
	ASSET	.215	.096	.180	2.245	.026
	PROF	-.069	.051	-.108	-1.347	.180
	INSDR	-.596	.174	-.272	-3.417	.001
6	(Constant)	.468	.047		10.013	.000
	ASSET	.229	.095	.191	2.400	.018
	INSDR	-.587	.175	-.268	-3.359	.001

a. Dependent Variable: DR

Sumber : Hasil Analisis Output SPSS

Output data dalam *stepwise regression* di atas ialah dengan menggunakan metode *backward elimination* yaitu dengan cara mengurangi atau mengeliminasi satu persatu variabel yang tidak menunjukkan tingkat signifikansi sampai diperoleh model terbaik. Setelah dilakukan *stepwise regression* sampai pada tahapan ke enam, kita bisa lihat dari tabel bahwa variabel INSDR dan ASSET merupakan variabel yang menghasilkan model terbaik dimana kedua variabel tersebut tingkat signifikansinya kurang dari 0.05.

Kesimpulan untuk memasukkan atau menghilangkan variabel independen ini didasarkan atas kriteria probabilitas yang terdapat pada tabel. Bahwa dengan tingkat kepercayaan 95%, variabel independen akan dimasukkan ke dalam model jika nilai probabilitas uji lebih kecil atau sama dengan 0.05 dan variabel independen akan dihilangkan dari model jika nilai probabilitas uji lebih besar atau sama dengan 0.1.

5.3.2. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Dari hasil pengolahan regresi dengan melihat unstandardized beta coefficient (Ghozali, 2002:48), maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$DR = 0,333 - 0,541 INSDR + 0,01 INST - 0,107 SDP + 0,037 SIZE + 0,209 ASSET - 0,063 PROF + 0,000 TAX + \varepsilon$$

Keterangan :

- a. Konstanta sebesar 0,333 menyatakan bahwa jika variabel bebas, yaitu *insider ownership*, *institutional investor*, *shareholder dispersion*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* bernilai tetap (konstan) maka nilai variabel dependen yaitu kebijakan hutang (DR) sebesar 0,333.

- b. Koefisien regresi INSDR sebesar $-0,541$ menyatakan bahwa setiap penambahan rasio *insider ownership* sebesar 1%, maka akan menurunkan kebijakan hutang (DR) sebesar 0,541% dengan asumsi variabel lainnya tetap.
- c. Koefisien regresi INST sebesar 0,01 menyatakan bahwa setiap penambahan rasio *institutional ownership* sebesar 1%, maka akan meningkatkan kebijakan hutang (DR) sebesar 0,01% dengan asumsi variabel lainnya tetap.
- d. Koefisien regresi SDP sebesar $-0,107$ menyatakan bahwa setiap penambahan rasio *shareholder dispersion* sebesar 1%, maka akan menurunkan kebijakan hutang (DR) sebesar 0,107% dengan asumsi variabel lainnya tetap.
- e. Koefisien regresi SIZE sebesar 0,037 menyatakan bahwa setiap penambahan rasio *firm size* sebesar 1%, maka akan meningkatkan kebijakan hutang (DR) sebesar 0,037 dengan asumsi variabel lainnya tetap.
- f. Koefisien regresi ASSET sebesar 0,209 menyatakan bahwa setiap penambahan rasio *asset structure* sebesar 1%, maka akan meningkatkan kebijakan hutang (DR) sebesar 0,209% dengan asumsi variabel lainnya tetap.
- g. Koefisien regresi PROF sebesar $-0,063$ menyatakan bahwa setiap penambahan rasio *firm profitability* sebesar 1%, maka akan menurunkan kebijakan hutang (DR) sebesar 0,063% dengan asumsi variabel lainnya tetap.
- h. Koefisien regresi TAX sebesar 0,000 menyatakan bahwa setiap penambahan rasio *tax rate* sebesar 1%, maka tidak akan mempengaruhi kebijakan hutang (DR) dengan asumsi variabel lainnya tetap (pengaruhnya sangat kecil).

5.3.3. Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Setelah mengetahui nilai persamaan regresi yang tercermin dalam nilai koefisien, maka pengolahan statistik selanjutnya adalah uji koefisien determinasi berganda, uji t dan uji F.

Berdasarkan hasil pengolahan data SPSS, maka didapat hasil sebagai berikut :

Tabel 5.2
Hasil Uji F

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.092	7	.156	2.837	.009 ^a
	Residual	7.537	137	.055		
	Total	8.629	144			

a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, PROF, INST, INSDR, ASSET, SDP

b. Dependent Variable: DR

Sumber: Hasil Analisis Output SPSS

Dari hasil pengolahan tersebut, maka diperoleh nilai stat signifikansi sebesar 0,009 (lebih kecil dari $\alpha = 5\%$) . Dengan demikian secara keseluruhan H_0 ditolak dan H_a diterima.

Hal ini menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan antar variabel *insider ownership, institutional ownership, shareholder dispersion, firm size, asset structure, firm profitability* dan *tax rate* terhadap kebijakan hutang (DR). Dengan kata lain, seluruh variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu *insider ownership, institutional ownership, shareholder dispersion, firm size, asset structure, firm profitability* dan *tax rate* secara bersama-sama dapat mempengaruhi kebijakan hutang (DR) perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

5.3.4. Hasil Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t)

5.3.4.1. Pengaruh Insider Ownership Terhadap Kebijakan Hutang perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negative yang signifikan di level 0.004 pada tingkat kepercayaan 5% terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternative H_{1a} diterima dan H_{10} ditolak, yang artinya kehadiran *insider ownership* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang yang dalam hal ini diwakili oleh *debt ratio*. Arah hubungan antara *insider ownership* dan *debt ratio* menunjukkan hubungan negatif, yang dalam hal ini sudah sesuai dengan teori dan konsisten dengan hasil penelitian Moh'd, et al. (1998), Jensen, et al (1992) dan Bathala, et al (1994) yaitu kepemilikan saham. Arah hubungan ini mengidentifikasi adanya kecenderungan untuk mengurangi biaya keagenan, dimana penggunaan hutang akan berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajer dalam perusahaan karena manajer akan menjadi *risk averse* yang menyebabkan *insider* semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat *oportunistic*, karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah.

5.3.4.2. Pengaruh Institutional Investor Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan *institusional* memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan di level 0.921 dengan tingkat kepercayaan 5%. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternative H_{2a} ditolak dan H_{20} tidak ditolak, yang artinya, kehadiran *institusional investor* tidak memiliki pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif

terhadap *debt ratio*. Hal ini dimungkinkan karena jika penyebaran saham yang dimiliki investor institusi lebih besar yang notabene memiliki presentase jumlah saham yang lebih banyak, sehingga hal ini akan meyakinkan kreditur untuk meminjamkan dananya karena probabilitas tingkat pengembalian hutang yang juga semakin besar.

5.3.4.3. Pengaruh Shareholder Dispersion Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *shareholder dispersion* memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan di level 0.240 dengan tingkat kepercayaan 5%. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternative H_{3a} ditolak dan H_{30} tidak ditolak. Arah hubungan antara kehadiran *shareholder dispersion* dan *debt ratio* dapat diterima dan konsisten dengan teori penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Moh'd, et al (1998). Artinya, jumlah pemegang saham yang semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan akan terpecah dalam prosentase yang kecil.

Hal ini menyebabkan *power* para pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah. Untuk itu, perusahaan perlu meningkatkan hutang guna mendisiplinkan tindakan manajer dalam perusahaan. Tidak signifikannya hasil penelitian ini disebabkan karena jumlah pemegang saham di Bursa Efek Jakarta terkonsentrasi pada kelompok pemegang saham mayoritas, dalam hal ini kelompok mayoritas adalah institusi. Sisanya terkonsentrasi dalam kepemilikan *insider* dan kelompok publik yang merupakan kumpulan dari individual investor yang masing-masing memiliki kepemilikan yang rendah.

5.3.4.4. Pengaruh Firm size Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *firm size* memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan di level 0.279 dengan tingkat kepercayaan 5%. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternative H_{4a} ditolak dan H_{40} tidak ditolak. Arah hubungan positif antara *firm size* dengan *debt ratio* dalam penelitian ini sudah konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Homaifar, et al. (1994) dan Moh'd, et al. (1998), yang berarti perusahaan akan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar.

5.3.4.5. Pengaruh Asset Structure terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *asset structure* memiliki pengaruh positif signifikan di level 0.039 dengan tingkat kepercayaan 5%. Dengan demikian, secara parsial H_{5a} diterima dan H_{50} ditolak. Hasil ini mendukung hipotesis yang diajukan sebelumnya. Arah hubungan positif antara *asset structure* dengan *debt ratio* dalam penelitian ini sudah konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jensen, et al. (1992) dan Moh'd, et al. (1998), yang artinya, investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan. Dengan demikian, jika perusahaan menggunakan hutang dengan jaminan yang lebih besar, maka akan mengurangi risiko kebangkrutan, dan hal ini akan membuat investor dapat dengan mudah memberikan pinjaman.

5.3.4.6. Pengaruh Firm Profitability terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *firm profitability* memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan di level 0.230 dengan tingkat kepercayaan 5%. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternative H_{6a} ditolak dan H_{60} tidak ditolak. Arah hubungan negatif antara

firm profitability dengan *debt ratio* dalam penelitian ini sudah konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Myers (1984), Jensen et al. (1992) dan Moh'd et al. (1998). Jika profit perusahaan meningkat, maka secara otomatis cadangan laba ditahan yang dimiliki perusahaan akan bertambah besar, sehingga perusahaan akan memprioritaskan penggunaan dana internalnya sebagai sumber pembiayaannya. Hal ini juga sudah sesuai dengan teori *pecking order* di dalam menahan laba sebagai pilihan utama, diikuti oleh pembiayaan dengan hutang dan *equity* sebagai pilihan terakhir.

5.3.4.7. Pengaruh Tax Rate Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *tax rate* memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan di level 0.609 dengan tingkat kepercayaan 5%. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternative H_{7a} ditolak dan H_{70} tidak ditolak. Arah hubungan positif antara *tax rate* dengan *debt ratio* telah sesuai dengan hipotesis, bahwa ketika *tax rate* yang dikenakan perusahaan tinggi, maka penggunaan hutang akan mampu mengurangi pajak yang harus dibayarkan, karena adanya pengurangan bunga hutang sebelumnya.

5.3.5. Hasil Uji Koefisien Determinasi Berganda (R²)

Dari hasil pengolahan regresi berganda diketahui bahwa besarnya koefisien determinasi berganda (Adjusted R²) adalah 0,127.

Tabel 5.3
Hasil Uji Koefisien Determinasi Berganda

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.356 ^a	.127	.082	.2345499

a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, PROF, INST, INSDR, ASSET, SDP

Sumber: Hasil Analisis Output SPSS

Hal ini berarti bahwa variabel bebas yang terdiri dari *insider ownership*, *institutional ownership*, *shareholder dispersion*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* mampu menjelaskan variabel tidak bebas yaitu kebijakan hutang (DR) sebesar 12,7% dan sisanya 87,3% adalah variasi dari variabel bebas lain yang tidak dimasukkan ke dalam model.

5.4. Pengujian Ekonometrik

Langkah berikutnya adalah melakukan uji ekonometrik terhadap hasil regresi linier berganda di atas. Pengujian ekonometrik adalah pengujian terhadap pelanggaran asumsi klasik pada model serta uji validitas dari pengolahan statistik. Langkah uji ini diperlukan karena adanya pelanggaran asumsi dalam model ekonomi akan menghasilkan nilai yang tidak menggambarkan pengaruh yang sebenarnya dari variabel bebas terhadap variabel tidak bebas. Berdasarkan hasil estimasi di atas maka dapat di jelaskan sebagai berikut:

5.4.1. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi terdapat korelasi antar variabel bebas dimana dalam model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebasnya.

Dari hasil pengolahan data statistik untuk uji multikolinearitas diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 5.4
Hasil Uji Multikoleniaritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ASSET	.902	1.109
	PROF	.973	1.028
	TAX RATE	.990	1.010
	INSDR	.920	1.087
	INST	.969	1.032
	SDP	.760	1.317
	SIZE	.740	1.351

a. Dependent Variable: DR

Sumber : Hasil Analists output SPSS

Dari table 5.1 dapat dilihat bahwa model persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini terhindar dari multikolinearitas, karena nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk seluruh variabel bebas dalam model persamaan regresi kurang dari 10 atau nilai tolerance yang lebih dari 0,1. Dengan demikian model regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini terhindar di multikolinearitas sehingga sesuai dengan asumsi klasik.

5.4.2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya (autokorelasi).

Dari hasil pengolahan data statistik untuk uji multikolinearitas diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 5.5
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^a

Model	Durbin-Watson
1	1.994 ^a

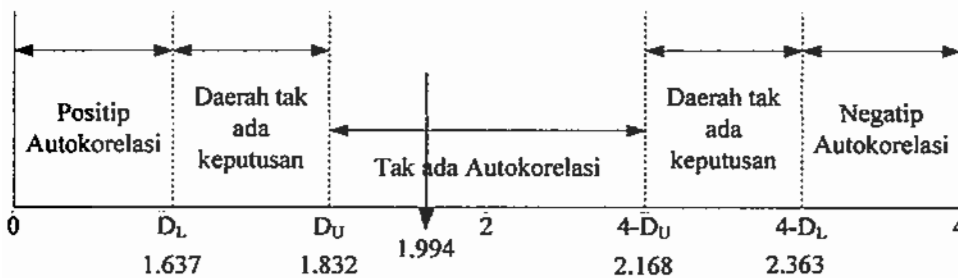
a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, PROF, INST, INSDR, ASSET, SDP

b. Dependent Variable: DR

Sumber : Hasil Analisis Output SPSS

Berdasarkan table 5.2 nilai DW 1,994 lebih besar dari batas atas (d_U) 1,832 dan lebih kecil dari ($4-D_U$) 2,168, sehingga bisa ditarik kesimpulan tidak terdapat autokorelasi pada model persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini.

Gambar 5.1
Daerah Penerimaan Durbin-Watson



5.4.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi yang digunakan adalah bersifat homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas yang telah dilakukan terdiri dari:

5.4.3.1. Uji Glejser

Tabel 5.6
Hasil Uji Glejser

		Correlations							
		Unstandardized Residual	ASSET	PROF	TAX RATE	INSDR	INST	SDP	SIZE
Spearman's	Unstandardized Res	1.000	.036	-.172	.050	.135	.076	.159	.051
	Correlation Coef		.667	.053	.554	.104	.363	.055	.542
	Sig. (2-tailed)								
	N	145	145	145	145	145	145	145	145
ASSET	Correlation Coef	.036	1.000	-.445	-.019	.246	-.115	-.209	-.187
	Sig. (2-tailed)	.667		.000	.822	.003	.169	.012	.024
	N	145	145	145	145	145	145	145	145
PROF	Correlation Coef	-.172	-.445	1.000	.360	.027	-.223	.290	.327
	Sig. (2-tailed)	.053	.000		.000	.750	.007	.000	.000
	N	145	145	145	145	145	145	145	145
TAX RATE	Correlation Coef	.050	-.019	.360	1.000	.026	-.040	.070	.268
	Sig. (2-tailed)	.554	.822	.000		.758	.634	.403	.001
	N	145	145	145	145	145	145	145	145
INSDR	Correlation Coef	.135	.246	.027	.026	1.000	-.246	.037	-.163
	Sig. (2-tailed)	.104	.003	.750	.758		.003	.662	.050
	N	145	145	145	145	145	145	145	145
INST	Correlation Coef	.076	-.115	-.223	-.040	-.246	1.000	.203	.220
	Sig. (2-tailed)	.363	.169	.007	.634	.003		.014	.008
	N	145	145	145	145	145	145	145	145
SDP	Correlation Coef	.159	-.209	.290	.070	.037	.203	1.000	.463
	Sig. (2-tailed)	.055	.012	.000	.403	.662	.014		.000
	N	145	145	145	145	145	145	145	145
SIZE	Correlation Coef	.051	-.187	.327	.266	-.163	.220	.463	1.000
	Sig. (2-tailed)	.542	.024	.000	.001	.050	.008	.000	
	N	145	145	145	145	145	145	145	145

Penjelasan :

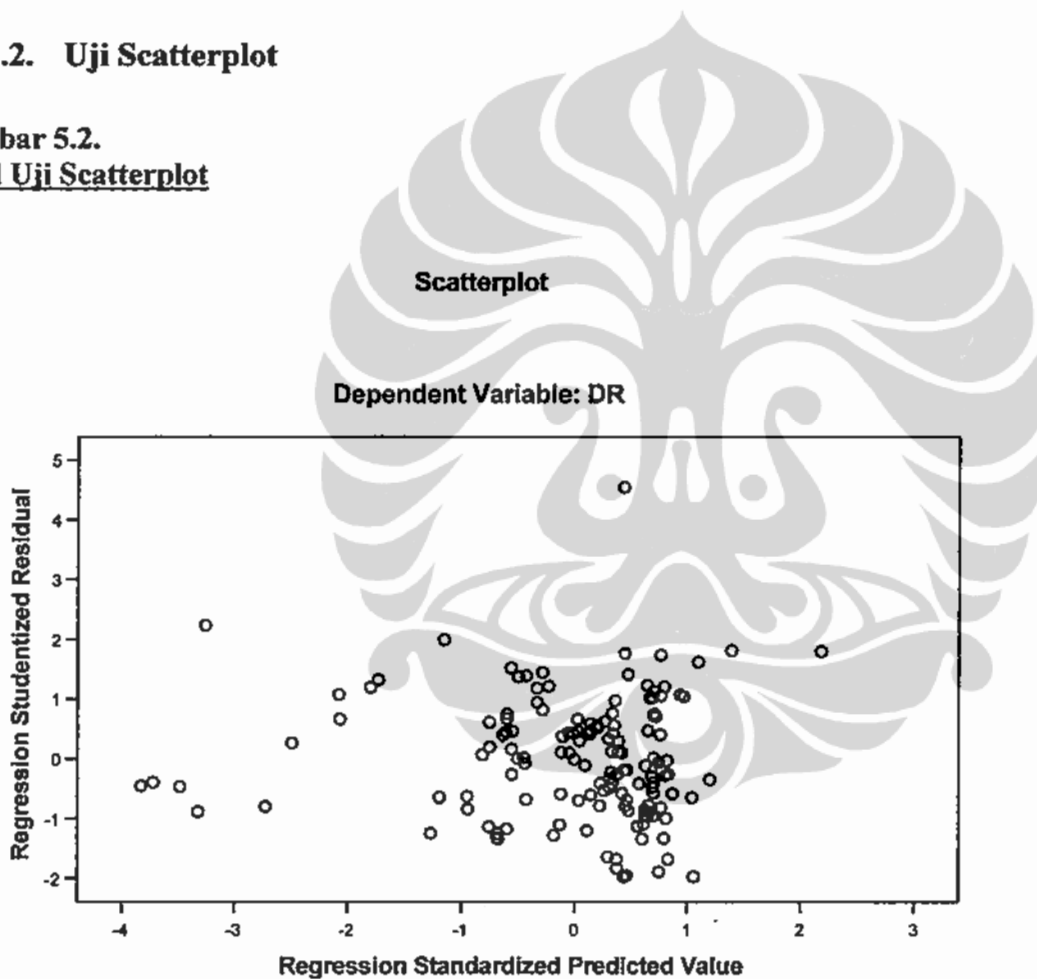
No	Variabel X	Sig.	Kesimpulan
1	ASSET	0.667	Tidak ada masalah heteroskedastisitas
2	PROF	0.053	Tidak ada masalah heteroskedastisitas
3	TAX RATE	0.554	Tidak ada masalah heteroskedastisitas
4	INSDR	0.104	Tidak ada masalah heteroskedastisitas
5	INST	0.363	Tidak ada masalah heteroskedastisitas
6	SDP	0.550	Tidak ada masalah heteroskedastisitas
7	SIZE	0.542	Tidak ada masalah heteroskedastisitas

Ketentuan : Jika sig > 0.05 maka dikatakan tidak ada masalah heteroskedastisitas

Dari keterangan tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen dalam penelitian ini yang terdiri dari *insider ownership*, *institutional investor*, *shareholder dispersion*, *asset structure*, *firm size*, *firm profitability* dan *tax rate* tidak mengandung heteroskedastisitas atau bersifat homoskedastisitas.

5.4.3.2. Uji Scatterplot

Gambar 5.2.
Hasil Uji Scatterplot



Sumber: Hasil Analisis Output SPSS

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas dengan melihat grafik *scatterplot* pada gambar di atas hasil pengolahan SPSS, dapat dilihat bahwa titik-titik menyebar secara acak dan tersebar baik di atas maupun di bawah angka nol pada sumbu Y atau tidak membentuk pola

tertentu. Sehingga bisa ditarik kesimpulan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi sehingga model regresi yang digunakan dalam penelitian ini layak dipakai untuk memprediksi kebijakan hutang perusahaan berdasarkan masukan variabel independen, yaitu *insider ownership*, *institutional ownership*, *shareholder dispersion*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate*.

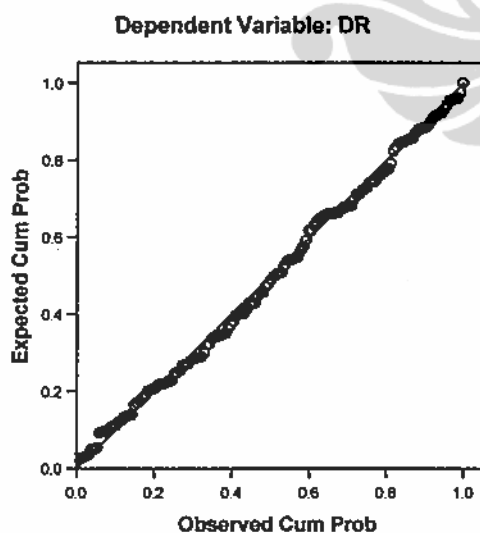
5.4.4. Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas mempunyai distribusi normal atau tidak. Uji normalitas dalam penelitian ini bisa dilihat dari analisis grafik PP Plot.

Hasil analisis grafik PP Plot untuk uji normalitas ditunjukkan dalam gambar berikut ini:

Gambar 5.3.
Hasil Uji Normalitas

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Sumber : Hasil Analisis Output SPSS

Dari gambar di atas terlihat bahwa data (titik) menyebar di sekitar garis diagonal yang menunjukkan pola distribusi normal.



5.5. Ringkasan Hasil Penelitian

Tabel 5.7.

Rangkuman Hasil Penelitian

Tujuan	Hipotesis	Hasil
Untuk mengetahui pengaruh antara <i>insider ownership</i> terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Insider ownership</i> memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta. .	<i>Insider ownership</i> memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
Untuk mengetahui pengaruh antara <i>institutional investor</i> terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Institutional investor</i> memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Institutional investor</i> memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
Untuk mengetahui pengaruh antara <i>shareholder dispersion</i> terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Shareholder dispersion</i> memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta..	<i>Shareholder dispersion</i> memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
Untuk mengetahui pengaruh antara <i>firm size</i> terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta	<i>Firm Size</i> memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Firm size</i> memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta

Untuk mengetahui pengaruh antara <i>asset structure</i> terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Asset structure</i> memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Asset structure</i> memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
Untuk mengetahui pengaruh antara <i>firm profitability</i> terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Firm profitability</i> memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Firm profitability</i> memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
Untuk mengetahui pengaruh antara <i>tax rate</i> terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.	<i>Tax rate</i> memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta..	<i>Tax rate</i> tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

Sumber : Analisis Penulis

BAB 6

KESIMPULAN DAN SARAN

6.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis pengaruh *insider ownership*, *institutional ownership*, *shareholder dispersion*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* terhadap kebijakan hutang dengan meneliti 145 observasi pada 29 perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta selama periode 2002-2006 ini ditujukan untuk melihat apakah ada pengaruh antara *insider ownership*, *institutional ownership*, *shareholder dispersion*, dengan memasukkan variabel kontrol yang terdiri dari *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Kesimpulan hasil pengujian dalam penelitian ini dikelompokkan berdasarkan kerangka pemikiran yang telah diungkapkan dalam bagian sebelumnya. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dan analisis yang dilakukan dalam bab sebelumnya dapat disimpulkan hal-hal sebagai berikut:

6.1.1. Kesimpulan Pengujian Pengaruh Insider Ownership Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan.

Struktur kepemilikan yang direpresentasikan sebagai *Insider ownership* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap koefisien regresi yang memiliki tanda negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil ini konsisten dengan hipotesis yang menyatakan *insider ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan oleh adanya kecenderungan untuk mengurangi biaya keagenan, dimana penggunaan hutang akan berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajer dalam perusahaan karena manajer akan menjadi *risk averse* yang menyebabkan *insider* semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat *oportunistic*, karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah

6.1.2. Kesimpulan Pengujian Pengaruh Institutional Investor Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan.

Institutional investor memiliki tanda positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Arah hubungan positif menandakan bahwa jika penyebaran saham yang dimiliki investor institusi lebih besar yang notabene memiliki presentase jumlah saham yang lebih banyak, sehingga hal ini akan meyakinkan kreditur untuk meminjamkan dananya karena probabilitas tingkat pengembalian hutang yang juga semakin besar.

6.1.3. Kesimpulan Pengujian Pengaruh Shareholder Dispersion Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Shareholder dispersion perusahaan mempunyai hubungan negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Artinya, jumlah pemegang saham yang semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan akan terpecah dalam prosentase yang kecil. Hal ini menyebabkan *power* para pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah. Untuk itu, perusahaan perlu meningkatkan hutang guna mendisiplinkan tindakan manajer dalam perusahaan.

6.1.4. Kesimpulan Pengujian Pengaruh Firm Size Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Firm size perusahaan mempunyai hubungan positif yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Arah hubungan positif menunjukkan perusahaan akan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar.

6.1.5. Kesimpulan Pengujian Pengaruh Asset Structure Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Asset structure perusahaan mempunyai hubungan positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Arah hubungan positif berarti investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan. Dengan demikian, jika perusahaan menggunakan

hutang dengan jaminan yang lebih besar, maka akan mengurangi risiko kebangkrutan, dan hal ini akan membuat investor dapat dengan mudah memberikan pinjaman.

6.1.6. Kesimpulan Pengujian Pengaruh Firm Profitability Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Firm profitability perusahaan mempunyai hubungan negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Arah negatif menunjukkan jika profit perusahaan meningkat, maka secara otomatis cadangan laba ditahan yang dimiliki perusahaan akan bertambah besar, sehingga perusahaan akan memprioritaskan penggunaan dana internalnya sebagai sumber pembiayaannya. Hal ini juga sudah sesuai dengan teori *pecking order* di dalam menahan laba sebagai pilihan utama, diikuti oleh pembiayaan dengan hutang dan *equity* sebagai pilihan terakhir.

6.1.7. Kesimpulan Pengujian Pengaruh Tax Rate Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Tax rate mempunyai hubungan positif tidak signifikan dengan kebijakan hutang perusahaan. Arah hubungan positif telah sesuai dengan hipotesis yang menandakan bahwa jika *tax rate* yang dikenakan perusahaan tinggi, maka penggunaan hutang akan mampu mengurangi pajak yang harus dibayarkan, karena adanya pengurangan bunga hutang sebelumnya.

6.1.8. Kesimpulan Pengujian Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Shareholder Dispersion, Firm Size, Asset Structure, Firm Profitability dan Tax Rate Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Insider ownership, institutional ownership, shareholder dispersion, firm size, asset structure, firm profitability dan *tax rate* secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Artinya, ketujuh variabel independent ini dapat digunakan sebagai instrument penentu kebijakan hutang perusahaan untuk meminimumkan biaya keagenan.

6.2. Saran

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa masih banyak faktor lain yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan yang belum dimasukkan dalam model penelitian ini. Dengan demikian, diharapkan kepada para akademisi dan peneliti selanjutnya untuk dapat memasukkan variabel-variabel lain yang mempunyai pengaruh relevan terhadap kebijakan hutang perusahaan di dalam model penelitian.
2. Penelitian ini dapat dikembangkan dengan cara memperluas sampel penelitian tidak hanya pada industri manufaktur, tetapi juga pada industri lainnya yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Pengembangan tersebut dilakukan untuk mencari bukti apakah pengaruh struktur kepemilikan oleh *insider ownership, institutional investor, shareholder dispersion* pada industri tersebut dapat menggantikan peranan hutang sebagai *monitoring agents* dalam perusahaan sehingga dapat mengurangi *agency cost*.
3. Penelitian ini juga dapat dikembangkan dengan memperluas model penelitian sebelumnya. Jika dalam penelitian ini melihat pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang

dengan menggunakan model yang digunakan oleh Moh'd et al. (1998) yaitu hubungan satu arah. Maka peneliti berikutnya dapat menggunakan model lain seperti yang digunakan oleh Bathala, et al (1994) yaitu melihat secara *interrelation* hubungan antara *debt ratio* dan variabel struktur kepemilikan.

4. Pengembangan berikutnya adalah dengan cara membandingkan periode pengamatan antara sebelum adanya krisis moneter dan periode setelah adanya krisis moneter. Tujuannya adalah untuk mencari bukti bagaimanakah pengaruh struktur kepemilikan sebelum dan sesudah krisis moneter.

6.3. Implikasi Manajerial

1. Bagi investor, hasil penelitian ini menyatakan bahwa variabel struktur kepemilikan yang diwakili oleh *insider ownership* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya, kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta efektif dalam mengurangi biaya keagenan karena para *insider* akan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa semakin besar jumlah pemegang saham, maka semakin menyebar pula kepemilikan saham oleh *insider* dan *institutional investor* yang akan berpengaruh terhadap posisi manajemen yang konservatif dalam penggunaan hutang, dimana hal ini dapat menjadi sinyal bagi para emiten dan investor untuk membeli atau menjual saham perusahaan pada berbagai industri yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

2. Bagi pihak manajemen perusahaan selain variabel *shareholders dispersion* yang dijelaskan di atas juga disarankan untuk mempertimbangkan variabel-variabel seperti *firm size*, *asset*

structure, firm profitability dan *tax rate* dalam pengambilan keputusan tentang kebijakan hutang perusahaan. Karena faktor-faktor tersebut mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dengan mempertimbangkan faktor tersebut, diharapkan akan membantu perusahaan dalam struktur modal perusahaan sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan dan memaksimumkan nilai perusahaan. Kebijakan hutang perusahaan yang diputuskan oleh manajer, hendaknya dibuat dengan tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan demi kesejahteraan para pemegang saham dan bukan untuk kepentingan pribadi semata.

3. Bagi PT. Bursa Efek Jakarta, informasi ini dapat digunakan sebagai bahan masukan dalam memahami masalah keagenan yang terjadi pada industri yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, sehingga pihak yang berwenang seperti BAPEPAM dapat meningkatkan pengawasan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. and G. Mandelker. (1987), "*Managerial incentives and corporate investmrt and financind decisions*", *Journal of Finance* 42, 823-837.
- Bathala, C.T., K.R. Moon., and R.P. Rao. (1994), "*Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings; an agency perspective*", *Financial Management* 23, 38-50.
- Brigham, Eugene F and Joel, Houston F (2001). *Manajemen Keuangan*. Eight Edition.
- Chaganti, R. and F. Damanpour (1991), "Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, 7, 479 – 491.
- Coffee, J.C., JR. (1991), "Liquidity Versus Control : The Institutional Investor as Corporate Monitor", *Columbia Law Review*, October, 1277 -1368.
- Cooper, R.D. and C.W. Emory (1995), *Business Research Methods*", Richard D Irwin.
- Claire E. Crutchey and Robert S. Hansen (1989), "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends". *Financial Management / Winter 1989*.
- DeAngelo, H. and R. Masulis (1980), "Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Finance*, 35, 453 – 464.
- Faisal, *Jurnal Manajemen & Bisnis* Vol 5 No. 2 Mei 2000, Hal 133-152.
- Fama, E. (1980), "Agency Problem and The Theory of The Firm", *Journal of Political Economy*, 88, 288-325.
- Fama, E. and M. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economic*, 26, 301 – 325.
- Friend, I. and J. Hasbrouck. (1998), "*Determinant of capital structure*", *Research in Finance* 7, 1-19.
- Friend, I. and Lang (1988), "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self – Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, 43, 271 – 281.

- Gallagher, Timothy J and Joseph D Andrew, Jr. (2000). *Financial Management Principles and Practice*. Second Edition. New Jersey: Prentice Hall.
- Ghozali, Imam. (2002). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi Kedua: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, Lawrence J. (2003). *Principles of Managerial Finance*. Tenth Edition. USA: Addison Wesley – Longman.
- Grief, P. and E. Zychowicz (1994), "Institutional Investor, Corporate Discipline and The Role of Debt", *Journal of Economics and Business*, 46, 1 -11.
- Gujarati, D.N. (2003), *Basic Econometrics*, fourth edition, Mc-Graw-Hill, USA.
- Harianto, F. dan S. Sudomo (1998), *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, Jakarta, PT. Bursa Efek Jakarta.
- Homaifar, G., J. Zietz and O. Benkato (1994), "An Empirical Model of Capital Structure : Some New Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, 1 -14.
- Jensen, M. (1986) "Agency Cost of Free Cashflow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 323 – 329.
- Jensen, M. and W. Meckling. (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, G., D. Solberg., and T. Zorn. (1992), "Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 247-263.
- Kim, W. and E. Sorenson (1986), "Evidence on The Impact of The Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 131 – 144.
- Masulis, R. (1988), "The Debt Equity Choice", Cambridge, MA : Ballinger.
- Mehran, H. (1992), "Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 27, 539 - 560.
- Myers, S. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Finance Economics*, 5, 147 – 176.
- Myers, S. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39, 575 – 592.
- Myers, S. and N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information Investors Do Not Have", *Journal of Financial Econometrics*, 13, 187 – 221.

- Moh'd M.A. L.G. Perry and J.N. Rimbey (1998), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross – Sectional Analysis", *Financial Review*, August, Vol. 33, 85 – 99.
- Nachrowi D. Nachrowi dan Usman, Hardius (2002), "*Penggunaan Teknik Ekonometrika*", Jakarta, PT. Raja Grafindo Persada.
- Norontha, G.M., D.K. Shome and G.E. Morgan (1996), "The Monitoring Rationale for Dividends and The Interactions of Capital Structure and Dividends Decision", *Journal of Banking and Finance*, April, 439 – 454.
- Pyndick, S. Robert and Rubinfeld L. Daniel, "*Econometric Model Econometric Forecast*", Fourth Edition, McGraw-Hill International Edition.
- Rozeff, M. (1982), "Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratio", *Journal of Financial Research*, 5, 249 – 259.
- Sartono, R.A. (1995), "*Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*, Edisi 2, BPFE-Yogyakarta.
- Shleifer, A. And R. Vishny (1986), "Large Shareholder and Corporate Control", *Journal of Political Economics*, 95, June, 46 – 488.
- Sulaiman, Wahid. (2002). *Statistik Non-Parametrik: Contoh Kasus dan Pemecahannya dengan SPSS*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Andi Offset.
- Titman, S. and R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *Jornal of Finance*, 43, 1 – 19.
- Van Horne, James C (2002). *Financial Management and Policy*. Twelfth Edition. New Jersey: Prentice hall International, Inc.
- Weston, J. Fred and Thomas Copeland (1998), "*Financial Management*", Florida : The Dryden Press.
- ECFIN. *Indonesian Capital Market Directory 2003*. Jakarta. 2003
- ECFIN. *Indonesian Capital Market Directory 2004*. Jakarta. 2004
- ECFIN. *Indonesian Capital Market Directory 2005*. Jakarta. 2005
- ECFIN. *Indonesian Capital Market Directory 2006*. Jakarta. 2006

LAMPIRAN 1 Regresi Asumsi Klasik

Variables Entered/Removed^a

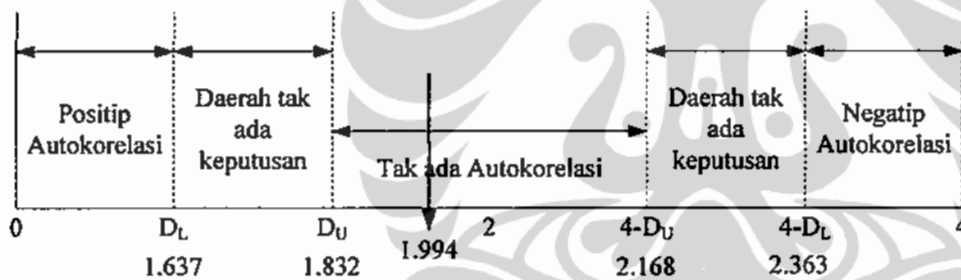
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, TAX RATE, PROF, INST INSDR, ASSET, SDP	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DR

Model Summary^a

Model	Durbin-Watson
1	1.994 ^a

- a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, PROF, INST, INSDR, ASSET, SDP
b. Dependent Variable: DR



Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ASSET	.902	1.109
	PROF	.973	1.028
	TAX RATE	.990	1.010
	INSDR	.920	1.087
	INST	.969	1.032
	SDP	.760	1.317
	SIZE	.740	1.351

- a. Dependent Variable: DR

Coefficient Correlations^a

Model		SIZE	TAX RATE	PROF	INST	INSDR	ASSET	SDP	
1	Correlations	SIZE	1.000	-.007	.110	-.056	.242	.127	-.410
		TAX RATE	-.007	1.000	.008	.012	-.037	.047	.082
		PROF	.110	.008	1.000	.020	.065	.120	-.042
		INST	-.056	.012	.020	1.000	.101	-.018	-.084
		INSDR	.242	-.037	.065	.101	1.000	-.043	-.152
		ASSET	.127	.047	.120	-.018	-.043	1.000	.182
		SDP	-.410	.082	-.042	-.084	-.152	.182	1.000
Covariances	SIZE	.001	-1.4E-007	.000	.000	.002	.000	-.001	
	TAX RATE	-1.4E-007	2.97E-007	2.15E-007	6.50E-007	-3.7E-006	2.57E-006	4.03E-006	
	PROF	.000	2.15E-007	.003	.000	.001	.001	.000	
	INST	.000	6.50E-007	.000	.010	.002	.000	-.001	
	INSDR	.002	-3.7E-006	.001	.002	.033	-.001	-.003	
	ASSET	.000	2.57E-006	.001	.000	-.001	.010	.002	
	SDP	-.001	4.03E-006	.000	-.001	-.003	.002	.008	

a. Dependent Variable: DR

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions								
				(Constant)	ASSET	PROF	TAX RATE	INSDR	INST	SDP	SIZE	
1	1	5.028	1.000	.00	.01	.00	.00	.01	.00	.00	.00	.00
	2	1.003	2.239	.00	.00	.08	.89	.01	.00	.00	.00	.00
	3	.988	2.279	.00	.00	.86	.09	.01	.00	.00	.00	.00
	4	.656	2.769	.00	.00	.03	.01	.87	.00	.00	.00	.00
	5	.203	4.976	.00	.54	.01	.00	.00	.00	.15	.00	.00
	6	.090	7.485	.00	.15	.00	.00	.02	.60	.37	.00	.00
	7	.046	10.473	.06	.23	.00	.01	.00	.37	.40	.07	.07
	8	.005	30.508	.94	.08	.02	.00	.07	.01	.07	.07	.93

a. Dependent Variable: DR

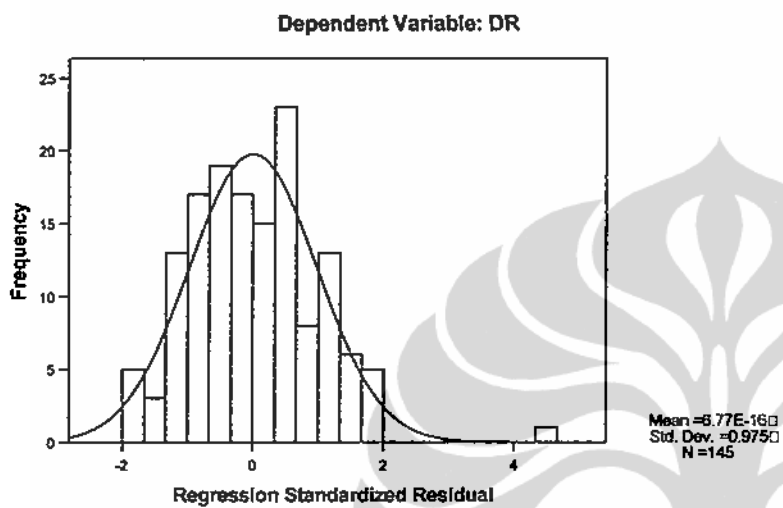
Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.191323	.714612	.524861	.0870989	145
Std. Predicted Value	-3.829	2.179	.000	1.000	145
Standard Error of Predicted Value	.024	.232	.048	.027	145
Adjusted Predicted Value	-2.933992	.817254	.505058	.2997165	145
Residual	-.4535086	1.0283854	.0000000	.2287780	145
Std. Residual	-1.934	4.385	.000	.975	145
Stud. Residual	-1.971	4.546	.010	1.015	145
Deleted Residual	-.4730076	3.2589593	.0198026	.3618685	145
Stud. Deleted Residual	-1.993	4.915	.012	1.030	145
Mahal. Distance	.538	139.287	6.952	15.922	145
Cook's Distance	.000	23.509	.169	1.952	145
Centered Leverage Value	.004	.967	.048	.111	145

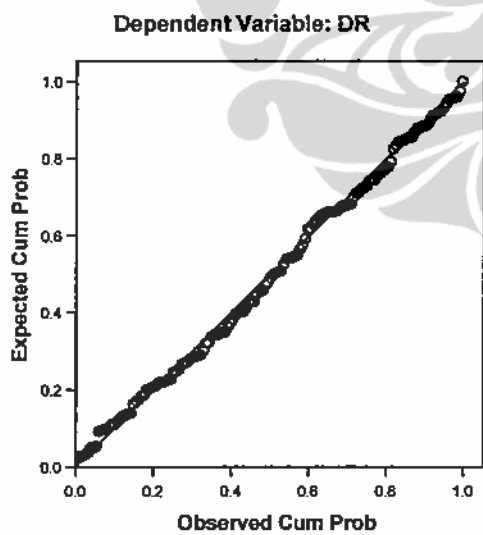
a. Dependent Variable: DR

Charts

Histogram

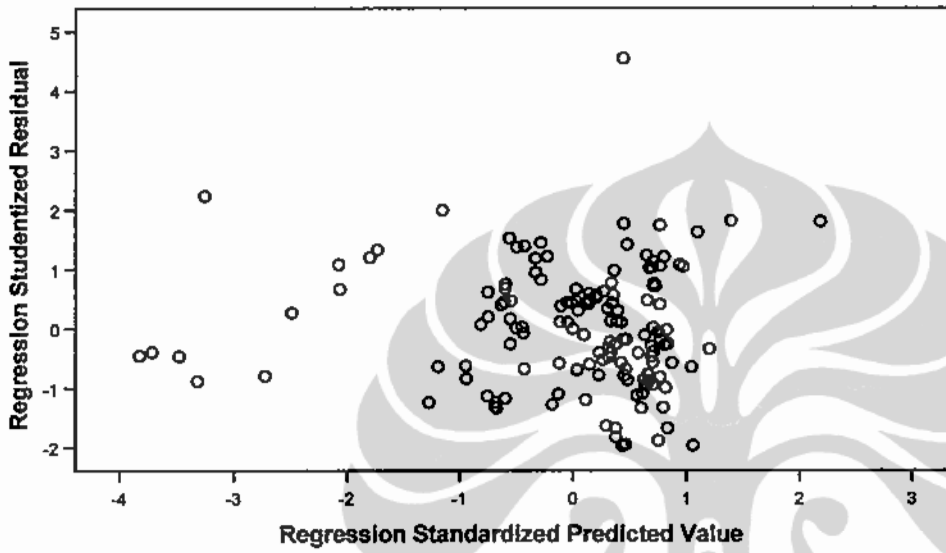


Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Scatterplot

Dependent Variable: DR



LAMPIRAN 2 Regresi Hipotesa

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, TAX RATE, PROF, INST, INSDR, ASSET, SDP	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DR

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.356 ^a	.127	.082	.2345499

- a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, PROF, INST, INSDR, ASSET, SDP

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.092	7	.156	2.837	.009 ^a
	Residual	7.537	137	.055		
	Total	8.629	144			

- a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, PROF, INST, INSDR, ASSET, SDP
b. Dependent Variable: DR

Coefficients^a

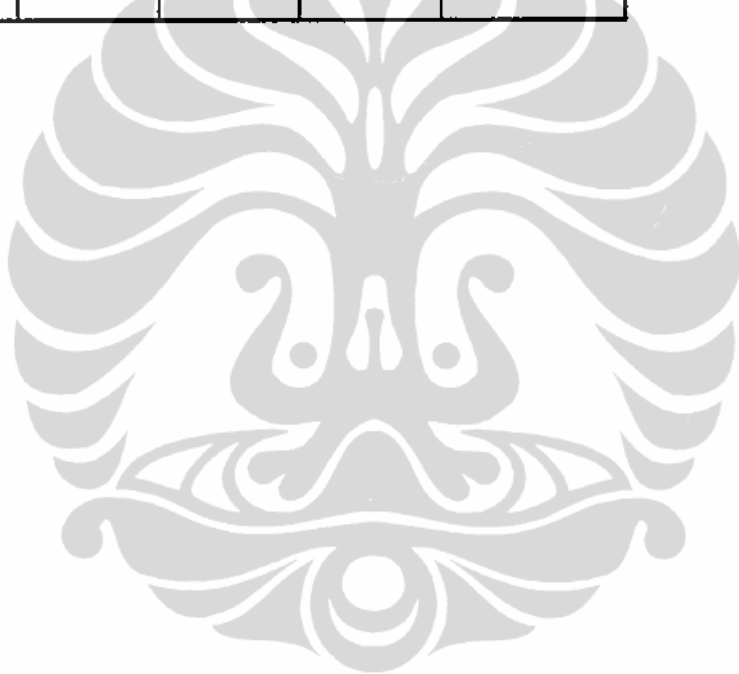
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.333	.196		1.698	.092
	ASSET	.209	.101	.175	2.084	.039
	PROF	-.063	.052	-.098	-1.207	.230
	TAX RATE	.000	.001	.041	.513	.609
	INSDR	-.541	.182	-.247	-2.969	.004
	INST	.010	.101	.008	.100	.921
	SDP	-.107	.090	-.108	-1.181	.240
	SIZE	.037	.034	.101	1.086	.279

- a. Dependent Variable: DR

Descriptives

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ASSET	145	.0008	.8307	.435134	.2048242
PROF	145	-.1894	4.5501	.073839	.3821642
TAX RATE	145	-159.9533	401.6566	1.886348	36.0561979
INSDR	145	.0002	.6500	.072826	.1117572
INST	145	.0057	.9306	.607721	.1973063
DR	145	.0546	1.5907	.524861	.2447970
SDP	145	.0100	1.8451	.626278	.2484945
SIZE	145	3.6923	7.4206	5.502592	.6636903
Valid N (listwise)	145				



LAMPIRAN 3 PEMILIHAN METODE ESTIMASI

TAHUN = 2002

Variables Entered/Removed^{a,c}

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, TAX RATE, INST, ASSET, INSDR, SDP, PROF ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
- b. Dependent Variable: DR
- c. TAHUN = 2002

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.617 ^a	.381	.174	.2305004

- a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, INST, ASSET, INSDR, SDP, PROF
- b. TAHUN = 2002

ANOVA^{b,c}

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.686	7	.098	1.845	.131 ^a
	Residual	0.116	21	.053		
	Total	0.802	28			

- a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, INST, ASSET, INSDR, SDP, PROF
- b. Dependent Variable: DR
- c. TAHUN = 2002

Coefficients^{a,b}

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.174	.482		-.362	.721
	ASSET	.109	.273	.086	.400	.693
	PROF	-1.657	.738	-.556	-2.245	.036
	TAX RATE	-.017	.009	-.324	-1.838	.080
	INSDR	.510	.918	.132	.555	.585
	INST	.161	.258	.116	.624	.539
	SDP	-.082	.221	-.084	-.370	.715
	SIZE	.126	.088	.338	1.428	.168

- a. Dependent Variable: DR
- b. TAHUN = 2002

TAHUN = 2003

Variables Entered/Removed^{b,c}

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, TAX RATE, INST, PROF, INSDR, ASSET, SDP ^b	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DR

c. TAHUN = 2003

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.492 ^a	.242	-.010	.2395168

a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, INST, PROF, INSDR, ASSET, SDP

b. TAHUN = 2003

ANOVA^{b,c}

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.385	7	.055	.959	.485 ^a
	Residual	0.205	21	.057		
	Total	0.590	28			

a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, INST, PROF, INSDR, ASSET, SDP

b. Dependent Variable: DR

c. TAHUN = 2003

Coefficients^{a,b}

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.767	.482		1.591	.126
	ASSET	.101	.273	.091	.370	.715
	PROF	-.778	.683	-.263	-1.139	.268
	TAX RATE	.032	.045	.192	.707	.487
	INSDR	-.925	.843	-.304	-1.097	.285
	INST	-.095	.276	-.073	-.345	.733
	SDP	.417	.282	.396	1.480	.154
	SIZE	-.073	.087	-.203	-.842	.409

a. Dependent Variable: DR

b. TAHUN = 2003

TAHUN = 2004

Variables Entered/Removed^{b,c}

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, INST, ASSET, TAX RATE, INSDR, SDP, PROF	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DR

c. TAHUN = 2004

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.467 ^a	.218	-.043	.2324199

a. Predictors: (Constant), SIZE, INST, ASSET, TAX RATE, INSDR, SDP, PROF

b. TAHUN = 2004

ANOVA^{b,c}

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.316	7	.045	.835	.570 ^a
	Residual	0.134	21	.054		
	Total	0.450	28			

a. Predictors: (Constant), SIZE, INST, ASSET, TAX RATE, INSDR, SDP, PROF

b. Dependent Variable: DR

c. TAHUN = 2004

Coefficients^{a,b}

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.034	.467		-.072	.943
	ASSET	-.011	.265	-.010	-.042	.967
	PROF	-.944	.754	-.323	-1.251	.225
	TAX RATE	.028	.068	.090	.418	.680
	INSDR	-.187	.394	-.105	-.475	.640
	INST	-.090	.237	-.082	-.378	.709
	SDP	.027	.240	.027	.111	.913
	SIZE	.118	.087	.332	1.367	.186

a. Dependent Variable: DR

b. TAHUN = 2004

TAHUN = 2005

Variables Entered/Removed^{a,c}

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, TAX RATE, INST, ASSET, INSDR, SDP, PROF	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DR

c. TAHUN = 2005

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.587 ^a	.344	.125	.1916958

a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, INST, ASSET, INSDR, SDP, PROF

b. TAHUN = 2005

ANOVA^{b,c}

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.405	7	.058	1.574	.198 ^a
	Residual	.772	21	.037		
	Total	1.177	28			

a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, INST, ASSET, INSDR, SDP, PROF

b. Dependent Variable: DR

c. TAHUN = 2005

Coefficients^{a,b}

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.180	.396		-.453	.655
	ASSET	.091	.208	.092	.437	.667
	PROF	-.993	.683	-.359	-1.452	.161
	TAX RATE	.067	.030	.438	2.241	.036
	INSDR	-.191	.337	-.112	-.568	.576
	INST	-.072	.189	-.073	-.380	.708
	SDP	.141	.230	.145	.614	.546
	SIZE	.111	.075	.359	1.492	.151

a. Dependent Variable: DR

b. TAHUN = 2005

TAHUN = 2006

Variables Entered/Removed^{b,c}

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, INSDR , TAX RATE, INST, ASSET, PROF, SDP	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DR

c. TAHUN = 2006

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.639 ^a	.409	.212	.2581070

a. Predictors: (Constant), SIZE, INSDR , TAX RATE, INST, ASSET, PROF, SDP

b. TAHUN = 2006

ANOVA^{b,c}

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.967	7	.138	2.073	.093 ^a
	Residual	0.399	21	.067		
	Total	1.366	28			

a. Predictors: (Constant), SIZE, INSDR , TAX RATE, INST, ASSET, PROF, SDP

b. Dependent Variable: DR

c. TAHUN = 2006

Coefficients^{a,b}

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.780	.449		1.738	.097
	ASSET	-.225	.261	-.156	-.864	.398
	PROF	-.060	.062	-.174	-.975	.340
	TAX RATE	5.391E-05	.001	.015	.088	.931
	INSDR	-.716	.332	-.368	-2.158	.043
	INST	-.175	.232	-.129	-.753	.460
	SDP	-.497	.175	-.541	-2.834	.010
	SIZE	.059	.077	.146	.766	.452

a. Dependent Variable: DR

b. TAHUN = 2006

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, TAX RATE, PROF, INST, INSDR, ASSET, SDP		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DR

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.356 ^a	.127	.082	.2345499

a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, PROF, INST, INSDR, ASSET, SDP

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0.092	7	.156	2.837	.009 ^a
	Residual	0.352	137	.055		
	Total	0.444	144			

a. Predictors: (Constant), SIZE, TAX RATE, PROF, INST, INSDR, ASSET, SDP

b. Dependent Variable: DR

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.333	.196		1.698	.092
	ASSET	.209	.101	.175	2.084	.039
	PROF	-.063	.052	-.098	-1.207	.230
	TAX RATE	.000	.001	.041	.513	.609
	INSDR	-.541	.182	-.247	-2.969	.004
	INST	.010	.101	.008	.100	.921
	SDP	-.107	.090	-.108	-1.181	.240
	SIZE	.037	.034	.101	1.086	.279

a. Dependent Variable: DR

$$RSS_r(RSS_3)=3.537$$

$$\begin{aligned}RSS_{Sur} &= (RSS1 + RSS2 + RSS3 + RSS4 + RSS5)/5 \\ &= (0.116 + 0.205 + 0.134 + 0.772 + 0.399)/5 \\ &= 1.625569/5 = 0.3252\end{aligned}$$

$$F = \frac{(RSSr - RSS_{Sur})/k}{(RSS_{Sur})/(n1 + n2 - 2k)}$$

$$F = \frac{(0.3537 - 0.325)/5}{0.3537/131} = 2.104$$



DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Data Pribadi :

Nama Lengkap : INNA MUTTAQINA
Tempat / Tgl Lahir : Serang, 21 September 1983
Alamat : Jln. Ciptayasa No. 192 A Ciruas Serang Banten
HP : 085921005014
Telepon Rumah : 0254-280064
Email : inna_sb@yahoo.com

Data Pendidikan :

Tahun 1990-1996 SDN Tegal Jetak
Tahun 1996-1999 SMPN 1 SERANG
Tahun 1999-2001 SMUN 1 SERANG
Tahun 2001-2005 Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti
Tahun 2006-2008 Pascasarjana Ilmu Manajemen Universitas Indonesia