

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN PADA KEBIJAKAN
HUTANG DALAM MENGONTROL KONFLIK KEAGENAN
(STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BEJ PERIODE 2002-2004)**

Oleh :

Ariesta Sunaryanto

Dosen Pembimbing :

Sari Atmini

Abstract

This study examines the impact of ownership structure and some control variables on corporate debt policy (debt ratio) in an agency theory context.

Control variables are dividend payment, firm size, asset structure, firm profitability and tax rate. This study is based on the previous study by Masdupi (2005), which found that insider ownership and institutional investor to be significant and negative determinant of the corporate debt policy (debt ratio). It also indicates that share holders dispersion is insignificant determinant of debt ratio.

This study is focused on manufacture firms listed on Jakarta Stock Exchange, from 2002 to 2004. The method of analysis is using poling. The method of data collection is purposive sampling. There are 87 firms year observation.

The result of this study shows that the insider ownership and shareholder dispersion doesn't have any fluency in a debt policy decided. Institutional investor to be significant and negative of the corporate debt policy. Depends on a result of this study shows that that five of control variable only two have a significant in fluency in a debt policy, that was dividend payment which has negative and firm size which has positive.

Keywords : *Debt Ratio, Ownership Structure, Agency Theory, Insider Ownership, Shareholder Dispersion and Institutional Investor.*

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN PADA KEBIJAKAN HUTANG DALAM MENGONTROL KONFLIK KEAGENAN (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEJ PERIODE 2002-2004)

Oleh :

Ariesta Sunaryanto

Dosen Pembimbing :

Sari Atmini

Abstraksi

Bentuk penelitian ini adalah untuk menganalisa dampak struktur kepemilikan pada kebijakan hutang dan beberapa variabel kontrol dalam lingkup teori keagenan. Variabel kontrol dalam penelitian ini berupa pembayaran deviden, ukuran usaha, struktur aktiva, keuntungan perusahaan, dan tarif pajak. Penelitian berdasar pada penelitian yang pernah dilakukan oleh Masdupi (2005), yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial dan institusional menentukan kebijakan hutang secara signifikan. Sedangkan pada penyebaran kepemilikan dalam penelitian ini ditunjukkan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, dari tahun 2002 sampai 2004. metode analisis adalah menggunakan *pooling*. Metode pengumpulan data ini adalah sampel terpadu, dan ada 87 perusahaan yang terkumpul dalam tahun penelitian.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan penyebaran kepemilikan tidak berpengaruh pada pengambilan keputusan kebijakan hutang. Variabel kepemilikan institusional dalam penelitian ini berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Kata Kunci : Kebijakan Hutang, Struktur Kepemilikan, Teori Keagenan, Kepemilikan Manajerial, Penyebaran Kepemilikan dan Kepemilikan Institusional.

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas rahmat dan hidayah-Nya dengan dapat terselesaikannya peyusunan skripsi dengan judul “PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DALAM MENGONTROL KONFLIK KEAGENAN (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEJ Periode 2002-2004)”.

Penulisan skripsi ini bertujuan memenuhi salah satu syarat dalam mencapai derajat Sarjana Ekonomi pada Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan laporan ini tidak terlepas dari bimbingan, dorongan, serta doa dari berbagai pihak. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terima kasih kepada :

1. Bapak Roekhudin, SE, Msi, Ak selaku Ketua Jurusan Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya.
2. Ibu Sari Atmini., SE., Msi., selaku Dosen Pembimbing yang telah meluangkan waktu dan memberikan bimbingan demi kesempurnaan skripsi ini.
3. Ibu Tubandriyah Herawati, SE, Ak selaku Dosen Penguji I.
4. Ibu Endang Mardiati., SE., Msi., Ak selaku Dosen Penguji II.
5. Segenap Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang, terima kasih atas ilmu serta bimbingannya yang telah diberikan kepada penulis.
6. Bpk Suprpto, Bpk Andi, Ibu Sri Wuryani, Mbak Ainun, dan segenap staff Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.

7. Kedua orangtua-koe tercinta serta adikku atas doa dan segenap kasih sayang yang telah diberikan kepada penulis dengan tulus dan ikhlas.

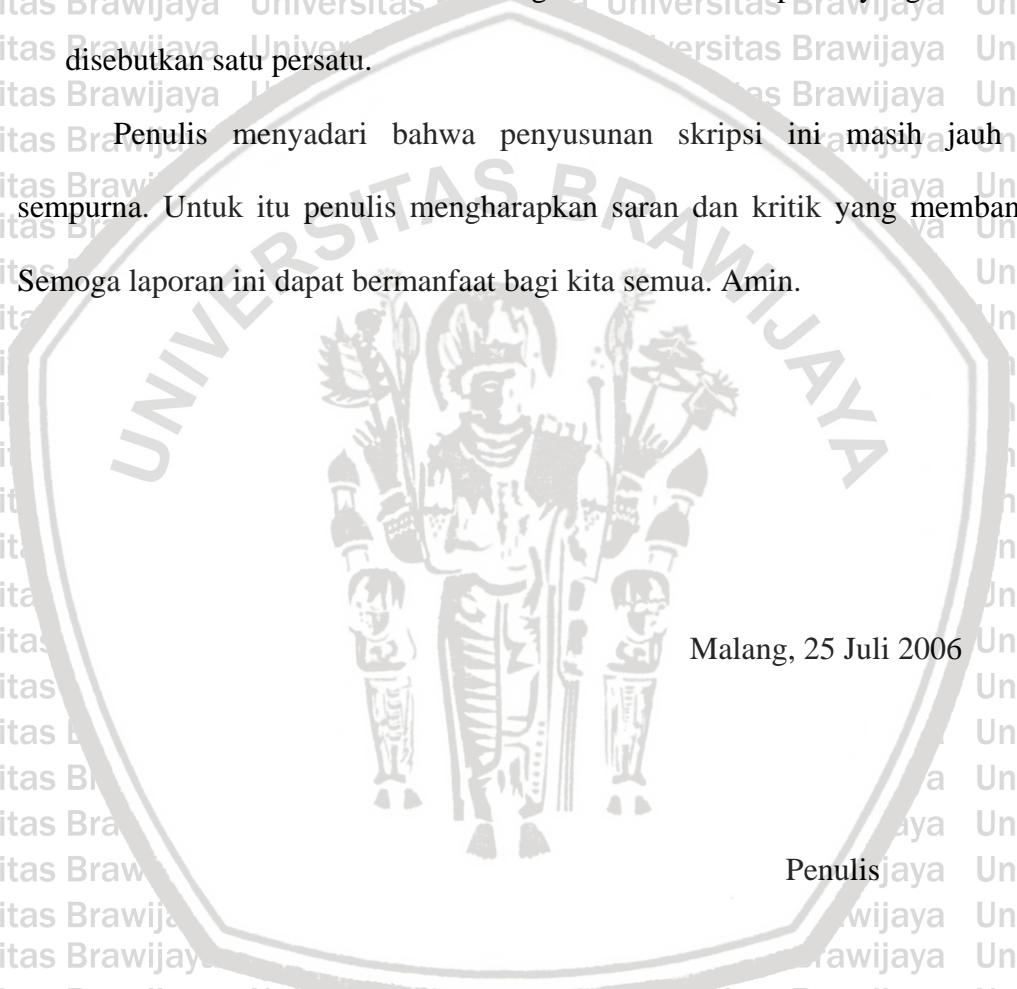
8. Buat temen-temen dikontrakan Sentani makasih banyak buat masukan dan dukungannya.....

9. Cecep, Agus, Amek, Adit, Dian thank's buat dukungan yang telah diberikan.

10. Teman-teman Akuntansi seluruh angkatan dan semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Penulis menyadari bahwa penyusunan skripsi ini masih jauh dari sempurna. Untuk itu penulis mengharapkan saran dan kritik yang membangun.

Semoga laporan ini dapat bermanfaat bagi kita semua. Amin.



Malang, 25 Juli 2006

Penulis

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pengendalian perusahaan dewasa ini sering diserahkan kepada manajer profesional yang bukan pemilik perusahaan. Pemilik tidak mampu lagi karena keterbatasannya untuk mengendalikan perusahaan yang menjadi semakin besar dan kompleks. Dengan demikian manajemen dapat dipandang sebagai agen dari pemilik perusahaan (prinsipal) yang mempekerjakan mereka, memberikan wewenang dan kekuasaan untuk mengambil keputusan terbaik yang dapat meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan.

Manajemen keuangan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*shareholders*) melalui keputusan atau kebijakan investasi, pendanaan dan dividen yang tercermin dalam harga saham di pasar modal. Semakin tinggi harga saham di pasar modal berarti kesejahteraan pemilik semakin meningkat (Zuthawati, 2004). Tetapi dalam kenyataannya, manajemen juga berkepentingan terhadap kemakmuran dirinya sehingga membuat manajer enggan untuk mengambil keputusan yang lebih berisiko jika investasi yang berisiko tersebut gagal, maka laba perusahaan akan turun. Padahal, ukuran kinerja manajerial adalah laba yang dihasilkan. Dengan demikian, kegagalan investasi tersebut dapat mengakibatkan manajer tidak memperoleh insentif atau bonus seperti yang diharapkan. Akibatnya, manajer tidak lagi memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan mengambil jalan tengah dengan meminimumkan kerugian potensial dari pemilik perusahaan. Dalam konteks keuangan, masalah

tersebut muncul antara prinsipal dan agen. Masalah keagenan tersebut dapat terjadi antara pemilik (*shareholders*) dengan manajer, manajer dengan *debtholder*, serta manajer dan *shareholders* dengan *debtholder*. Konflik tersebut dikenal sebagai masalah keagenan (*agency problem*).

Teori keagenan merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi kontrol dengan fungsi kepemilikan. *Agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham suatu perusahaan kurang dari seratus persen, sehingga manajer mendapatkan insentif dan kesempatan untuk melakukan tindakan yang tidak menguntungkan bagi pemilik lain, melainkan cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya. Insentif tersebut ada karena manajer memperoleh keuntungan dari tindakan mereka tanpa harus menanggung semua biaya finansial atas kesalahan dalam pengambilan keputusan dan tidak berdasarkan maksimalisasi nilai dalam keputusan pendanaan. Sedangkan kesempatan (peluang) muncul sebagai akibat ketidakmampuan pemegang saham luar untuk melakukan pengawasan atas semua tindakan yang dilakukan oleh pihak manajemen (Jensen dan Meckling, 1976, dalam Hamidi, 2003).

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan investasi. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan. Oleh karena itu, mereka akan melakukan diversifikasi portofolio asetnya untuk meminimalkan risiko (Tandelilin dan Wilberforce, 2002). Sedangkan manajer lebih mempertimbangkan risiko perusahaan secara keseluruhan.

Konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyejajarkan

kepentingan-kepentingan tersebut. Namun adanya mekanisme pengawasan akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Beberapa hasil penelitian terdahulu menunjukkan adanya beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*. **Pertama**, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976, dalam Wahidahwati, 2002). Analisisnya menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Selain itu kepemilikan manajerial akan menyejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. **Kedua**, meningkatkan *dividend payout ratio*, sehingga tidak tersedia cukup banyak *cash flow* dan manajemen terpaksa harus mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasi. Pembiayaan eksternal akan meningkatkan pengawasan oleh pihak luar perusahaan seperti pengawasan pasar modal, *investment banker*, investor, dan kreditur (Crutchley dan Hansen, 1989, dalam Hamidi, 2003).

Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang yang akan menurunkan *excess of free cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen *et al.*, 1992, dalam Wahidahwati 2002). **Keempat**, peningkatan kepemilikan institusional dapat menghilangkan hutang dan *insider ownership* untuk mengurangi *agency conflict*, artinya, hutang dan *insider ownership* berhubungan secara terbalik dengan kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional yang meningkat akan mengurangi *agency cost* atas *debt* dan *insider ownership* karena semakin besar

kepemilikan institusional maka konflik antara kreditur dengan manajer akan semakin berkurang akhirnya akan menekan biaya keagenan (Bathala, *et al.*, 1994, dalam Hamidi, 2003).

Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi.

Peningkatan kemakmuran pemilik dan para pemegang saham antara lain dilakukan dengan pembayaran dividen dengan jumlah yang signifikan.

Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Modligani & Miller dalam Soliha dan Taswan, 2002). Semakin tinggi proporsinya maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil dari biaya yang ditimbulkannya. Para pemilik lebih suka perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Agar harapan pemilik dapat dicapai, perilaku manajer dan komisaris harus dapat dikendalikan melalui keikutsertaan dalam kepemilikan saham perusahaan. Dengan demikian perimbangan kepemilikan dapat menciptakan kehati-hatian para *insider* dalam mengelola perusahaan. Kebangkitan perusahaan bukan hanya menjadi tanggung jawab pemilik utama, namun juga para *insider* juga ikut menanggungnya. Konsekuensinya para *insider* akan bertindak berhati-hati termasuk dalam menentukan hutang perusahaan. Oleh karena itu, kepemilikan oleh para manajer menjadi pertimbangan penting ketika hendak meningkatkan nilai perusahaan (Soliha dan Taswan, 2002).

Jensen dan Meckling (1976), sebagaimana diungkapkan oleh Soliha dan Taswan (2002) menganalisis bagaimana nilai perusahaan dipengaruhi oleh distribusi kepemilikan antara *insider ownership* yang menikmati manfaat dan *outside ownership* yang tidak menikmati manfaat. Dalam kerangka ini, peningkatan *insider ownership* akan mengurangi konflik keagenan. Pengurangan ini potensial bagi misalokasi sumber daya yang sia-sia yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Disamping kepemilikan oleh pihak manajemen, kepemilikan oleh pihak institusional sebagai *monitoring agent* juga dapat menurunkan *agency cost*.

Bentuk distribusi saham diantara pemegang saham dari luar (*outside shareholders*) yaitu *institusional investors* dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menentang keberadaan manajemen, sehingga konsentrasi penyebaran atau *power* menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*.

Penelitian mengenai hubungan kepemilikan dengan hutang perusahaan telah dilakukan oleh banyak peneliti. Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) dan Mehran (1992), sebagaimana diungkapkan oleh Wahidahwati (2001), menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan rasio hutang perusahaan. Sedangkan penelitian Frennd dan Hasbrouk (1988) dan Jensen *et al* (1992), sebagaimana juga diungkapkan oleh Wahidahwati (2001), menemukan hubungan negatif antara persentase saham yang dipegang

oleh manajer dengan rasio hutang perusahaan. Penelitian Bathala *et al* (1994), sebagaimana diungkapkan oleh Wahidahwati (2001), menemukan bukti bahwa institusional mempunyai pengaruh negatif terhadap rasio hutang dan kepemilikan manajerial. Demikian pula penelitian Moh'd *et al* (1998), sebagaimana diungkapkan oleh Masdupi (2005) menemukan bukti bahwa kepemilikan saham oleh pihak institusional mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan *debt ratio*.

Penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang juga telah dilakukan oleh beberapa peneliti Indonesia. Wahidahwati (2001) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Tetapi dalam penelitian selanjutnya, Wahidahwati (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Mahadhawarta dan Hartono (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap leverage. Penelitian Hanafi dan Ismiyanti (2003) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Tarjo (2005) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap level hutang.

Penelitian ini merupakan replikasi penelitian Masdupi (2005) yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel struktur kepemilikan ekuitas (*insider ownership*, *shareholders dispersion*, dan *institusional ownership*),

terhadap kebijakan utang (struktur modal) perusahaan yang terdaftar di Bursa

Efek Jakarta selain perusahaan keuangan dan asuransi. Penelitian ini

menggunakan *debt ratio* sebagai variabel dependen, struktur kepemilikan sebagai variabel independen dan lima variabel kontrol. Variabel kontrol tersebut meliputi pembayaran dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, keuntungan perusahaan, dan tarif pajak. Berbeda dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini mengambil sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Alasan pemilihan sampel dari perusahaan manufaktur adalah: *pertama*, penelitian terdahulu meneliti sampel dari keseluruhan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sehingga diperlukan pengembangan dengan meneliti perusahaan yang sejenis. *Kedua*, perusahaan manufaktur merupakan salah satu sektor yang saat ini banyak mendapatkan perhatian dari pemerintah dalam usahanya mengurangi kesenjangan nasional. *Ketiga*, perusahaan manufaktur mempunyai spesifikasi yang berbeda dengan jenis industri lain sehingga kebijakan yang dijalankan oleh manajemen, misalnya kebijakan hutang, tentunya juga akan berbeda. Berdasarkan uraian diatas maka penelitian ini diberi judul: **“Pengaruh Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang Perusahaan Dalam Mengontrol Konflik Keagenan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ Periode 2002-2004).”**

1.2 Perumusan Masalah

Penelitian ini berkaitan dengan kebijakan hutang yang dikaitkan dengan struktur kepemilikan untuk meminimalkan *agency cost*. Masalah yang hendak dijawab dari penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah kepemilikan saham oleh pihak manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan?
2. Apakah jumlah pemegang saham berpengaruh terhadap kebijakan hutang?

3. Apakah kepemilikan saham oleh pihak institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan permasalahan yang ingin dijawab, penelitian ini bertujuan :

1. Untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang perusahaan.
2. Untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh jumlah pemegang saham terhadap kebijakan hutang perusahaan.
3. Untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian, maka diharapkan penelitian ini memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Bagi penulis, diharapkan dapat mendapat pengetahuan baru sehubungan dengan hal-hal yang diteliti serta mencoba untuk menerapkan teori-teori yang pernah diterima mengenai masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini.
2. Bagi investor, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan pertimbangan dalam membuat keputusan investasi khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui perilaku manajemen dalam perusahaan tersebut.
3. Penelitian ini dapat dijadikan masukan bagi para peneliti lain untuk mengkaji ulang dengan model penelitian yang lain.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 *Agency Theory*

Teori keagenan dikemukakan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976 (Horne dan Wachowicz, 1998, dalam Saidi, 2004), yang menyatakan manajemen merupakan agen dari pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang pada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan tentu saja membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi. Biaya agensi adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham (Horne dan Wachowicz, 1998, dalam Saidi, 2004).

Salah satu pendapat dalam teori agensi adalah siapa pun yang menimbulkan biaya pengawasan, biaya yang timbul pasti merupakan tanggungan pemegang saham. Sebagai misal, pemegang obligasi, mengantisipasi biaya pengawasan, membebankan bunga lebih tinggi. Semakin besar peluang timbulnya pengawasan, semakin tinggi tingkat bunga, dan semakin rendah nilai perusahaan bagi pemegang saham. Biaya pengawasan berfungsi sebagai insentif dalam penerbitan obligasi, terutama dalam jumlah besar. Jumlah pengawasan yang diminta oleh

pemegang obligasi akan meningkat seiring dengan meningkatnya jumlah obligasi yang beredar (Horne dan Wachowicz, 1998, dalam Saidi, 2004).

2.1.1 *Agency Conflict*

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Manajer diberikan kepercayaan oleh para pemegang saham untuk mengelola dan menjalankan kegiatan perusahaan. Para manajer ini diharapkan bekerja untuk kemakmuran pemegang saham dengan menaikkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan tercermin dari harga saham yang stabil dan dalam jangka panjang mengalami kenaikan yang signifikan. Manajer yang diberi kepercayaan oleh pemegang saham disebut sebagai agen (Fidyati, 2003).

Menurut Rofiqoh (2002) dalam kenyataannya, agen yang bertindak sebagai manajemen perusahaan tidak selalu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, melainkan lebih mementingkan untuk meningkatkan kesejahteraan mereka. Para manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak yang lain. Perilaku ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan tidak suka menanggung risiko (*risk averse*). Keterbatasan sifat manusia ini menyebabkan prinsipal dan agen saling mencari peluang untuk menguntungkan diri sendiri atas biaya salah satu pihak. Bila kondisi ini terjadi, maka konflik antara agen dan prinsipal akan muncul.

Jensen dan Meckling (1976), sebagaimana diungkapkan oleh Wahidawati (2001), menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai

dalam pengambilan keputusan pendanaan. Kondisi tersebut merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan atau sering disebut dengan *the separation of the decision-making and risk bearing functions of the firm*. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan, risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (prinsipal). Oleh karena itu, manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

Salah satu konflik antara manajemen dengan prinsipal muncul pada keputusan pendanaan. Menurut Fama (1980), dalam Rofiqoh (2002) para manajer bertanggung jawab atas keputusan pendanaan tidak mampu melakukan diversifikasi investasi dalam *human capital*. Di lain pihak pemegang saham umumnya hanya mempertimbangkan risiko sistematis atas saham perusahaan. Hal ini terjadi karena pemegang saham melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi secara baik. Sedangkan manajer lebih mempertimbangkan risiko perusahaan secara keseluruhan. Alasan manajer lebih menekankan pada risiko perusahaan secara keseluruhan karena sebagian substantif dari kekayaan mereka berada dalam *specific human capital* perusahaan sehingga posisi mereka menjadi *non-diversifiable*.

Menurut Weston dan Brigham (1993), dalam Irfan (2002), potensi konflik lainnya yang biasa muncul dari hubungan manajemen dan pemegang saham ini adalah adanya *leveraged buyout (LBO)*, yaitu suatu situasi dimana sebuah kelompok yang seringkali adalah manajemen perusahaan menggunakan fasilitas kredit untuk membeli saham perusahaan yang beredar. Tahapan-tahapan untuk

LBO ini ialah, (1) manajemen merancang suatu skema kredit/pinjaman; (2) melakukan *tender offer* yaitu suatu penawaran untuk membeli saham perusahaan langsung dari pemegang sahamnya; dan kemudian (3) ”menguasai perusahaan secara pribadi”.

Namun, Menurut Weston dan Brigham (1993), dalam Irfan (2002), ada beberapa mekanisme yang dapat digunakan untuk memotivasi para manajer agar mereka bertindak lebih sesuai dengan keinginan pemegang saham. Mekanisme pertama ialah, ancaman pemecatan. Hal ini mungkin sulit dilakukan dalam sebuah perusahaan yang telah benar-benar *go public* dan tidak ada pemegang sahamnya yang mayoritas. Namun dalam kondisi yang sebaliknya (ada pemegang saham mayoritas) maka mekanisme ini bisa dijalankan. Biasanya, perusahaan-perusahaan di Indonesia memiliki struktur seperti kondisi kedua ini.

Mekanisme kedua adalah ancaman pengambilalihan. Hal ini juga merupakan sebuah motivasi bagi manajer, sebab jika sampai terjadi pengambilalihan perusahaan oleh pihak lain karena kinerjanya yang buruk, maka mungkin sekali ia tidak akan dipakai lagi oleh pemilik yang baru di perusahaan tersebut. Atau jika masih dipakai, kewenangannya mungkin akan jauh berkurang atau tidak lagi seperti sebelumnya. Namun pada sisi lain manajer mungkin juga untuk melakukan strategi perlawanan dengan melakukan taktik *poison pill* maupun *greenmail*. Taktik yang pertama adalah, suatu tindakan yang dilakukan oleh manajemen untuk membuat sebuah perusahaan menjadi tidak menarik bagi calon pembeli sehingga terhindar dari pengambilalihan. Sedangkan taktik yang kedua adalah sebuah situasi dimana suatu perusahaan membeli kembali saham dari pihak ‘penyerang’nya dengan harga diatas harga pasar.

Mekanisme ketiga adalah kompensasi manajerial. Sebagai sarana untuk 'mengendalikan' manajemen, dapat dijalankan dengan melakukan suatu paket kompensasi berupa program *executive stock option*; yaitu suatu penawaran insentif yang memungkinkan para manajer untuk membeli saham perusahaan pada waktu tertentu masa mendatang, dengan harga tertentu. Atau bisa juga dengan bentuk alternatif yang lainnya, yaitu *performance shares*, dimana manajer diberi imbalan/bonus berupa saham (atau bisa pula berupa yang lain) berdasarkan kinerja perusahaan pada suatu waktu tertentu, dengan dasar laba per lembar saham atau menggunakan alat ukur lainnya.

Scott (1997) menyebut pula adanya suatu mekanisme lain untuk memotivasi agen atau manajer agar memberikan kinerja yang sebaik-baiknya, yaitu melalui keberadaan pasar tenaga kerja pada tingkat manajerial (*manajerial labor market*).

Karena manajer yang tidak memberikan kinerja yang terbaik, akan melihat bahwa bukan saja reputasi mereka menjadi terpuruk, namun gaji yang dapat mereka harapkan jika mereka dipecat atau berpindah kerja di perusahaan lain juga akan berkurang, yang pada akhirnya akan mengurangi utilitas mereka sendiri.

2.1.2 Agency Cost

Brigham dan Gapensky (1999), dalam Taswan (2003), menyatakan bahwa *agency cost* merupakan biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara *stockholders* dan *bondholders*. Jensen dan Meckling (1976), dalam Taswan (2003) mendefinisikan biaya keagenan sebagai jumlah dari pengeluaran untuk pengawasan (*monitoring*) yang dikeluarkan oleh prinsipal, pengeluaran karena penjaminan oleh agen atau *insiders*, serta pengeluaran karena *residual loss* atau biaya yang timbul karena

prinsipal merasa kehilangan kenyamanan sebagai akibat adanya penyimpangan antara harapan dengan yang diputuskan oleh agen. Oleh karena itu pihak *insiders*, sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan perlu mempertimbangkan dampak yang muncul atas keputusan tersebut khususnya dalam rangka mengurangi *agency problems* yang dapat meminimumkan biaya keagenan.

Beberapa hasil penelitian terdahulu menunjukkan adanya beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*. Alternatif Pertama, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976, dalam Wahidahwati, 2002). Analisisnya menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Selain itu kepemilikan manajerial akan menyejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Alternatif kedua, meningkatkan *dividend payout ratio*, sehingga tidak tersedia cukup banyak *cash flow* dan manajemen terpaksa harus mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasi. Pembiayaan eksternal akan meningkatkan pengawasan oleh pihak diluar perusahaan seperti pengawasan pasar modal, *investment banker*, investor, dan kreditur (Crutchley dan Hansen, 1989, dalam Hamidi, 2003). Alternatif ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang yang akan menurunkan *excess of free cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen *et al*, 1992, dalam Wahidahwati 2002).

Alternatif Keempat, peningkatan kepemilikan institusional dapat menghilangkan hutang dan *insider ownership* untuk mengurangi *agency conflict*, artinya, hutang dan *insider ownership* berhubungan secara terbalik dengan kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional yang meningkat akan mengurangi *agency cost* atas *debt* dan *insider ownership* karena semakin besar kepemilikan institusional maka konflik antara kreditur dengan manajer akan semakin berkurang akhirnya akan menekan biaya keagenan (Bathala, *et al.*, 1994, dalam Hamidi, 2003). Hal ini disebabkan kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menentang keberadaan manajemen, sehingga konsentrasi atau penyebaran *power* menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh institusional seperti perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*.

2.2 Kebijakan Hutang Perusahaan

Dalam usahanya untuk mengelola dan menjalankan kegiatan perusahaan, manajer memerlukan dana untuk ekspansi bisnisnya. Salah satu alternatif bagi perusahaan dalam memenuhi dana tersebut adalah dengan menerbitkan hutang (Fidyati, 2003). Hutang jangka panjang terdiri dari pengorbanan manfaat ekonomi yang sangat mungkin terjadi di masa depan akibat kewajiban sekarang yang tidak dibayarkan dalam satu tahun atau siklus operasi perusahaan. Hutang obligasi, wesel bayar jangka panjang, hutang hipotik, kewajiban pensiun, dan kewajiban sewa merupakan contoh-contoh kewajiban jangka panjang. Pada umumnya, hutang jangka panjang mempunyai beberapa *covenants* atau

restrictions yang disepakati antara peminjam dan pemberi pinjaman (Kieso *et al.*, 2001:712).

Penambahan jumlah *leverage* merupakan salah satu cara yang bisa dilakukan untuk mengatasi *agency costs of equity*. Dengan menerbitkan sejumlah besar hutang, manajemen menggunakan *cashflow* perusahaan untuk pembayaran pokok pinjaman dan bunga (Shapiro & Balbierer, 200:487). Level hutang yang tinggi akan mengikat *cashflow*, karena *cashflow* digunakan untuk membayar hutang, sehingga dapat mengurangi tindakan *perquisities* manajemen atau tindakan manajemen untuk mengambil *pet projects* (Brigham & Daves, 2004:53).

Kebijakan *leverage* bertindak sebagai *bonding mechanism* bagi manajer untuk menyampaikan maksud baiknya kepada *outside shareholders*. Hutang menekankan bahwa manajer akan berisiko kehilangan kontrol terhadap perusahaan jika mereka gagal membayar hutang perusahaan (Mahadwartha, 2003).

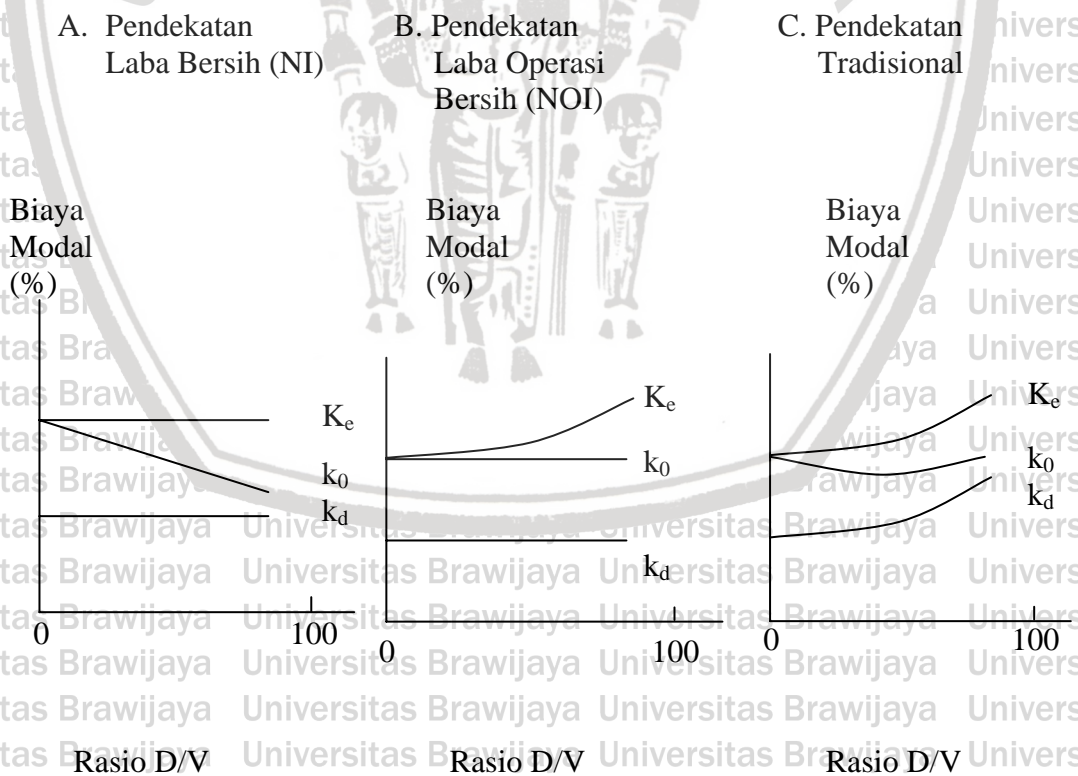
Kebijakan hutang dalam perusahaan merupakan kebijakan yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa (Sartono, 2001: 295). Berkaitan dengan struktur modal, salah satu isu paling penting yang dihadapi oleh para manajer keuangan adalah hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Perusahaan akan berusaha mencapai suatu tingkat struktur modal yang optimal dengan risiko paling kecil dengan memaksimalkan nilai perusahaan.

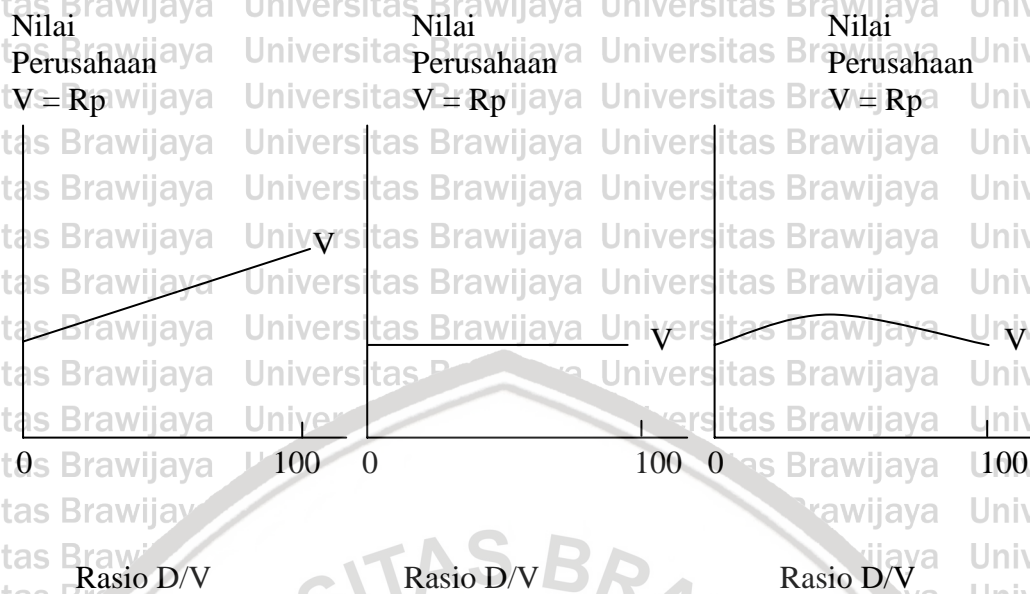
2.2.1 Teori Struktur Modal

Keown *et al.* (2002:514) mengungkapkan bahwa struktur modal merupakan bauran dana jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan. beberapa teori struktur modal telah dikembangkan khususnya untuk menganalisis pengaruh penggunaan hutang terhadap nilai perusahaan dan biaya modal.

2.2.1.1 Pendekatan dalam Teori Struktur Modal

Sartono (2001: 228) mengemukakan tiga pendekatan yang dapat dilakukan dalam menentukan suatu tingkat struktur modal dan dapat menentukan struktur modal optimal dan dapat mengaitkan nilai perusahaan. Ketiga pendekatan tersebut adalah pendekatan laba bersih (NI), pendekatan laba bersih operasi (NOI) dan pendekatan tradisional. Masing-masing pendekatan tersebut dapat dilihat dalam gambar 2.1 berikut ini:





Keterangan :

V = Nilai Perusahaan

K_e = Biaya modal saham sendiri atau tingkat keuntungan yang diisyaratkan atas saham biasa.

K_d = Tingkat bunga hutang perusahaan atau biaya hutang.

K_o = Biaya modal rata-rata tertimbang.

Gambar 2.1
Pengaruh Leverage;
Pendekatan NI, NOI dan Tradisional
(Sartono, 2001:229)

Gambar 2.1 di atas dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Pendekatan Laba Bersih (*Net Income approach*)

Pendekatan ini mengasumsikan investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi (K_e) yang konstan dan perusahaan meningkatkan jumlah hutangnya dengan biaya hutang (K_d) yang konstan pula.

Karena K_e dan K_d konstan, semakin besar jumlah hutang yang digunakan perusahaan, maka K_o akan semakin kecil karena K_d lebih rendah daripada K_e .

Oleh karena K_o semakin kecil sebagai akibat penggunaan hutang yang semakin besar, maka nilai perusahaan semakin meningkat.

2. Pendekatan Laba Operasi Bersih (*Net Operating Income Approach*)

Pendekatan ini mengasumsikan investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan hutang oleh perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa K_0 konstan berapa pun tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan.

Pertama diasumsikan K_d konstan. Kedua, penggunaan hutang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena itu, tingkat keuntungan yang di syaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat akibat meningkatnya risiko perusahaan.

Konsekuensinya K_0 tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

3. Pendekatan Tradisional

Pendekatan ini mengasumsikan hingga satu *leverage* tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan sehingga baik K_d maupun K_e relatif konstan. Namun setelah *leverage* atau rasio hutang tertentu, K_d dan K_e meningkat. Peningkatan modal sendiri ini akan semakin besar dan bahkan akan lebih besar daripada penurunan biaya karena penggunaan hutang yang lebih murah. Akibatnya, K_0 pada awalnya menurun dan setelah *leverage* tertentu akan meningkat. Oleh karena itu, nilai perusahaan mula-mula meningkat dan akan menurun sebagai akibat penggunaan hutang yang semakin besar. Dengan demikian terdapat struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan. Struktur modal yang optimal tersebut terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan K_0 minimum.

2.2.1.2 Pendekatan Modigliani-Miller (MM)

Selama ini teori struktur modal didasarkan atas perilaku investor dan bukannya studi formal secara matematis. Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) memperkenalkan model teori struktur modal secara matematis, *scientific*, dan atas dasar penelitian yang terus menerus (Sartono, 2001: 230). MM memperkenalkan teori struktur modal dengan beberapa asumsi sebagai berikut:

- a) Risiko bisnis perusahaan dapat diukur dengan standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak, perusahaan yang memiliki risiko bisnis sama dikatakan berada dalam klas yang sama.
- b) Semua investor dan investor potensial memiliki estimasi sama terhadap EBIT perusahaan di masa mendatang; dengan demikian semua investor memiliki harapan yang sama atau *homogeneous expectations* tentang laba perusahaan dan tingkat risiko perusahaan.
- c) Saham dan obligasi diperdagangkan dalam pasar modal yang sempurna atau *perfect capital market*. Adapun kriteria pasar modal efisien adalah:
 - i. Informasi selalu tersedia bagi semua investor (*symmetric information*) dan dapat diperoleh tanpa biaya;
 - ii. Tidak ada investasi dan investor bersikap rasional.
 - iii. Investor dapat mendiversifikasi investasi secara sempurna;
 - iv. Tidak ada pajak pendapatan perseorangan;
 - v. Investor individu maupun institusi dapat meminjam dengan tingkat bunga yang sama seperti halnya perusahaan sebesar tingkat bunga bebas risiko.

1. Modigliani dan Miller: Tanpa pajak

Pertama kali MM memperkenalkan teori struktur modal dengan asumsi tidak ada pajak pendapatan perusahaan. Dengan asumsi ini maka MM secara matematis mengajukan tiga preposisi: *pertama*, MM berpendapat bahwa nilai setiap perusahaan tidak lain merupakan kapitalisasi laba operasi bersih yang diharapkan atau *expected net operating income* dengan tingkat kapitalisasi konstan sesuai dengan tingkat risiko perusahaan. MM berpendapat bahwa nilai perusahaan adalah tidak tergantung atau tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Dengan pendapat ini secara tidak langsung dijelaskan bahwa biaya modal rata-rata tertimbang sering disebut juga tingkat keuntungan yang diharapkan atas portofolio karena perusahaan dapat dianggap sebagai portofolio baik untuk perusahaan yang memilih *leverage* maupun tidak adalah independen terhadap struktur modal. Implikasi kedua adalah bahwa biaya modal rata-rata tertimbang sama dengan biaya modal sendiri untuk perusahaan yang tidak memiliki *leverage*. *Kedua*, MM berpendapat bahwa biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan premium risiko. Besar kecilnya premium risiko tergantung atas selisih antara biaya modal sendiri dan biaya hutang perusahaan yang tidak memiliki *leverage* dikalikan dengan besarnya hutang. Hal ini disebabkan karena risiko yang dihadapi oleh pemilik modal sendiri semakin besar dengan demikian pemilik modal sendiri meminta tingkat keuntungan yang semakin besar. Dengan kata lain tingkat keuntungan yang diharapkan pemilik modal sendiri adalah sebesar tingkat keuntungan atas modal sendiri dari perusahaan yang tidak memiliki

leverage plus premium risiko. *Ketiga*, menyatakan bahwa perusahaan seharusnya melakukan investasi proyek baru sepanjang nilai perusahaan meningkat paling tidak sebesar biaya investasi.

2. Modigliani dan Miller: Pengaruh Pajak Perusahaan

Modigliani dan Miller juga menegimbangkan ketiga preposisi tersebut dalam kondisi ada pajak penghasilan perusahaan. Dalam kondisi ada pajak penghasilan, perusahaan yang memiliki *leverage* akan memiliki nilai lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan tanpa *leverage*. Kenaikan nilai perusahaan terjadi karena pembayaran bunga atas utang merupakan pengurang atas pembayaran pajak. Oleh karena itu laba operasi yang mengalir pada investor semakin besar. *Pertama*, nilai perusahaan yang memiliki *leverage* ditambah dengan nilai perlindungan pajak. Adapun nilai perlindungan pajak ini adalah sebesar pajak penghasilan perusahaan dikalikan dengan utang perusahaan. *Kedua*, dalam kondisi ada pajak penghasilan, MM berpendapat bahwa biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan premium risiko. Besarnya premium risiko ini tergantung atas besarnya utang dan selisih atas biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* dan biaya utang. *Ketiga*, menyatakan bahwa perusahaan seharusnya melakukan investasi proyek baru sepanjang nilai perusahaan meningkat paling tidak sebesar biaya investasi.

3. Miller: Pengaruh Pajak Perusahaan dan Pribadi

Miller memasukkan pengaruh pajak personal. Miller menekankan beban bunga sebagai pengurang pajak mendorong perusahaan untuk menggunakan

pendanaan dengan hutang, tetapi adanya pajak pribadi ini mengurangi keuntungan pendanaan dengan menggunakan utang.

Menurut Sartono (2000: 246) beberapa kritik terhadap pendekatan Modigliani-Miller adalah jika semua asumsi dipenuhi, maka cenderung untuk disimpulkan bahwa dalam kondisi ada pajak perusahaan akan menjadi semakin baik apabila menggunakan hutang semakin besar. Dalam praktiknya tentu hal semacam ini tidak akan terjadi. Beberapa titik lemah pendekatan Modigliani-Miller adalah:

- 1) Pendekatan MM mengasumsikan bahwa tidak ada biaya transaksi, maka proses arbitrase boleh dikatakan tanpa biaya; sementara dalam kenyataannya komisi broker cukup besar.
- 2) MM pada awalnya mengasumsikan bahwa investor dan perusahaan memiliki akses yang sama terhadap lembaga keuangan. Artinya kedua belah pihak dapat meminjam dengan tingkat bunga sebesar tingkat keuntungan bebas risiko. Dalam kenyataannya secara mudah dapat dianalisis bahwa investor besar mungkin memperoleh hutang dengan biaya bunga yang lebih rendah sedangkan investor individu yang mungkin harus meminjam dengan tingkat bunga yang lebih tinggi.
- 3) MM juga mengasumsikan tidak ada konflik antarpihak dalam perusahaan atau *agency problem* yang dapat menimbulkan *agency cost* yang sangat besar.
- 4) Selain itu juga tidak mempertimbangkan *financial distress* yang mungkin dihadapi perusahaan. Sementara semakin besar proporsi hutang dalam struktur modal maka semakin besar pula beban tetap pembayaran bunga

utang perusahaan. Perusahaan yang mengalami *financial distress* besar kemungkinannya tidak dapat membayar kembali utang perusahaan.

Akibatnya semakin besar *financial distress*, maka tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik utang akan semakin besar. Akhirnya semakin besar proporsi hutang yang digunakan, berarti semakin besar risiko perusahaan dan semakin tinggi kemungkinan terjadinya *financial distress*.

2.2.1.3 Signaling Theory

Signaling terjadi jika struktur modal mengubah informasi yang dibawa kepada pemegang sekuritas dengan asumsi terjadi asimetri informasi. Asimetri informasi mempunyai pengaruh penting terhadap struktur modal yang optimal.

Adanya asimetri informasi menyebabkan perusahaan mendapatkan modalnya berdasarkan *pecking order*. Myers dan Majluf (1984) dalam Wijaya (2004), mengembangkan *pecking order theory* sebagai suatu teori alternatif keputusan pendanaan perusahaan, dimana perusahaan akan berusaha mendanai investasinya berdasarkan tingkat urutan risiko. Andaikan terdapat tiga sumber pendanaan dalam perusahaan, yaitu laba ditahan, hutang, dan ekuitas. Para investor melihat bahwa ekuitas lebih berisiko dibandingkan hutang. Oleh karena itu, investor akan mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi terhadap penggunaan ekuitas dibandingkan hutang. Pandangan perusahaan, laba ditahan merupakan sumber pendanaan yang lebih baik dibandingkan hutang, dan hutang merupakan sumber pendanaan yang lebih baik dibandingkan ekuitas.

2.2.2 Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal

Menurut Brigham (1995; 422), sebelum menentukan target struktur modalnya, perusahaan terlebih dahulu harus menganalisis sejumlah faktor. Target

yang ditetapkan tersebut mungkin berubah sesuai dengan kondisi tapi akan memberikan pedoman tentang struktur modal bagi manajemen perusahaan. Bila penggunaan hutang di bawah target, ekspansi modal mungkin dilakukan dengan menambah hutang. Sedangkan jika di atas target, maka ekuitas mungkin akan digunakan.

Kebijakan struktur modal melibatkan *trade-off* antara risiko dan *return*, yaitu penggunaan hutang yang meningkat akan menimbulkan risiko terhadap aliran laba perusahaan. Akan tetapi rasio hutang yang lebih tinggi umumnya mengarah ke suatu tingkat *return* yang lebih tinggi. Risiko yang lebih tinggi cenderung menyebabkan harga saham yang lebih rendah tetapi tingkat *return* yang lebih tinggi meningkatkan harga saham. Jadi struktur modal yang optimal menemukan sebuah keseimbangan antara risiko dan *return* sehingga akan memaksimalkan harga saham sebuah perusahaan (Brigham, 1995; 422).

Menurut Brigham (1981; 209), di samping masalah-masalah yang dikemukakan di atas perusahaan juga harus mempertimbangkan faktor-faktor berikut ini, yang besar pengaruhnya pada pemilihan target struktur modal (walaupun sulit diukur):

- 1) Stabilitas penjualan (*sales stability*). Perusahaan dengan penjualan yang stabil boleh lebih banyak mengambil hutang dan memikul biaya tetap yang tinggi, dibanding perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Perusahaan jasa-jasa umum karena stabilnya permintaan masyarakat akan jasa-jasa mereka, dapat mengambil permodalan hutang dalam proporsi yang lebih besar dibanding perusahaan industri.

2) Struktur aktiva (*asset structure*). Perusahaan yang memiliki aktiva yang bisa diserahkan sebagai jaminan pinjaman, cenderung menggunakan hutang dalam jumlah yang besar, contohnya perusahaan *real estate* yang cenderung besar hutangnya, sedangkan perusahaan yang berkecimpung dalam riset teknologi umumnya kecil hutangnya.

3) Elastisitas operasi (*operating leverage*). Perusahaan dengan elastisitas operasi yang rendah biasanya lebih mungkin memanfaatkan *leverage* keuangan.

4) Tingkat pertumbuhan (*growth rate*). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal. Biaya pengembangan pada emisi saham biasa adalah lebih tinggi dibanding pada emisi obligasi. Dengan demikian, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang (obligasi) dibanding perusahaan yang lambat pertumbuhannya.

5) Profitabilitas (*profitability*). Kita sering melihat bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi, umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit. Walaupun tidak ada pembenaran teoritis untuk kenyataan ini, tetapi perusahaan-perusahaan yang labanya tinggi tidak banyak menggunakan hutang. Tingkat pengembalian yang tinggi yang mereka nikmati memungkinkan mereka melakukan pemodalan dengan sisa laba ditahan saja.

6) Pajak (*taxes*). Bunga hutang merupakan pos deduksi untuk kepentingan perpajakan sedangkan dividen tidak. Karena itu, semakin tinggi tarif pajak suatu perusahaan akan lebih baik baginya menggunakan permodalan hutang.

7) Kendali (*control*). Pengaruh hutang atau saham pada posisi pengendalian manajemen akan mempengaruhi keputusannya mengenai struktur modal.

Dalam hal manajemen memiliki kendali hak suara (dengan saham di atas lima puluh, persen) tetapi tidak bisa membeli saham tambahan, yang bersangkutan mungkin memilih permodalan dengan ekuitas, apabila didasarkan pemikiran bahwa kondisi keuangan perusahaan sedang lemah sehingga dikhawatirkan gagal untuk memenuhi kewajibannya (*default*) dengan akibat manajer kehilangan pekerjaan. Hanya saja apabila terlalu sedikit menggunakan hutang, manajemen menghadapi risiko pengambilalihan oleh perusahaan lain. Secara umum pertimbangan pengendalian perusahaan tidak harus menentukan bentuk permodalan hutang atau ekuitas, tetapi dalam hal manajemen merasa kurang aman maka pengaruh struktur modal atas pengendalian pasti akan diperhitungkan.

8) Sikap manajemen (*management attitudes*). Pada keadaan di mana tidak dapat dibuktikan bahwa struktur modal berpengaruh baik pada harga saham, manajemen bisa menggunakan pertimbangannya sendiri dalam menentukan struktur modal yang dianggap tepat. Ada manajemen yang cenderung konservatif sehingga menggunakan hutang dalam jumlah yang lebih rendah dibanding rata-rata perusahaan dalam sektor usahanya, tetapi ada juga yang sebaliknya.

9) Sikap kreditor. Terlepas dari analisa manajer tentang faktor solvabilitas yang paling tepat untuk perusahaannya, sikap kreditor seringkali merupakan determinan penting dalam struktur permodalan. Pada umumnya perusahaan akan membicarakan struktur permodalannya dengan kreditor dan selalu

memperhatikan pendapat mereka. Mungkin manajemen sedemikian yakin akan masa depannya dan karena itu berusaha mendapatkan hutang yang cenderung melebihi norma-norma untuk sektor usahanya. Kreditur akan enggan memenuhi permintaannya atau mungkin juga diluluskan tetapi dengan suku bunga yang tinggi.

10) Kondisi pasar (*market condition*). Kondisi di pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka pendek dan jangka panjang yang dapat mempengaruhi struktur modal optimal perusahaan. Apabila tidak ada pasar yang terbuka bagi obligasi jangka panjang dari perusahaan-perusahaan yang tidak termasuk klasifikasi AAA, perusahaan di luar klasifikasi itu terpaksa mencari dananya melalui pasar saham atau pasar sekuritas jangka pendek. Hal-hal seperti ini dapat mempengaruhi target struktur modal secara permanen atau sementara, yang jelas keadaan pasar saham dan obligasi bisa mempengaruhi jenis sekuritas yang dipergunakan untuk permodalan.

11) Kondisi internal perusahaan (*firms internal condition*). Kondisi internal perusahaan sendiri juga mempengaruhi target struktur modalnya. Misalnya suatu perusahaan yang baru selesai mengadakan pembangunan dan rehabilitasi dan memproyeksikan laba yang tinggi dimasa depan. Laba baru ini belum akan diakui oleh investor dan karena itu tidak tercermin dalam harga sahamnya. Pada keadaan seperti ini, perusahaan tersebut dalam rangka menghimpun modal tidak akan melakukan emisi saham. Ia akan memilih permodalan dengan hutang sampai laba tinggi tersebut dapat direalisasi dan tercermin dalam harga sahamnya yang beredar. Pada saat itulah baru

perusahaan akan melakukan emisi saham, melunasi hutangnya dan kembali ke target struktur modalnya.

2.3 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial (*manajerial ownership*) merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris) (Wahidahwati, 2001). Keberadaan manajemen dalam manajemen perusahaan mempunyai latar belakang yang berbeda, antara lain: *pertama*, mereka mewakili pemegang saham institusi, *kedua*, mereka adalah tenaga-tenaga profesional yang diangkat oleh pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), atau *ketiga*, mereka duduk jajaran manajemen perusahaan dan turut memiliki saham perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan juga mempunyai pengaruh terhadap kepemilikan manajerial. Hasil penelitian Mahadwartha (2003) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kepemilikan manajerial satu tahun depan dengan tanda positif. Ukuran perusahaan juga berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial. Penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002) menunjukkan hasil yang berbeda, yaitu ukuran perusahaan berpengaruh secara positif tidak signifikan terhadap *insider ownership*. Wahidahwati (2002), Mahadwartha (2003) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan berhubungan negatif dan signifikan dengan kepemilikan manajerial.

Berdasarkan teori keagenan, hubungan antara manajemen dengan pemegang saham rawan untuk terjadinya masalah keagenan (Wahidahwati, 2002).

Sebagaimana yang diungkapkan oleh Megginson (1997) dalam Ismiyanti dan

Hanafi (2003), kepemilikan manajerial merupakan *bonding mechanism* yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan antara manajemen dengan pemegang saham. Kekayaan pribadi manajemen yang semakin terkait dengan nilai perusahaan diharapkan akan membuat manajemen bertindak demi meningkatkan nilai perusahaan dengan sendirinya.

Demsey dan Laber (1993) dalam Handoko (2002) mengemukakan bahwa masalah keagenan banyak dipengaruhi oleh *insider ownership*. *Insider ownership* adalah pemilik perusahaan yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar jumlah *insider ownership*, maka semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen. Hal ini disebabkan karena manajemen akan bertindak dengan lebih hati-hati dalam menanggung konsekuensi yang mungkin timbul.

Berdasarkan hasil penelitian Wahidahwati (2001), Mahadwartha dan Hartono (2002), Zulhawati (2004), Masdupi (2005), kepemilikan manajerial berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian Tarjo (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan hutang mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap level utang perusahaan.

Berdasarkan hasil uraian dari penelitian-penelitian terdahulu tentang pengaruh kepemilikan manajerial, maka dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

2.4 *Shareholders Dispersion*

Moh'd *et al.*, (1998) seperti dikutip oleh Masdupi (2005) berpendapat bahwa semakin besar jumlah *shareholders*, semakin tersebar kepemilikannya, sehingga diharapkan jumlah *shareholders* berhubungan negatif dengan tingkat hutang. Dengan kata lain, apabila jumlah pemegang saham semakin banyak maka kepemilikan saham lebih tersebar sehingga berpengaruh negatif terhadap posisi manajemen yang konservatif dalam menggunakan hutang. Hasil studinya menemukan bahwa *shareholders dispersion* mempunyai hubungan negatif signifikan dengan *debt ratio*. Masdupi (2005) menyatakan bahwa jumlah *shareholders* berhubungan negatif dengan tingkat hutang. Hal ini mendukung pernyataan bahwa pemegang saham yang menyebar (*diffused shareholders*) mempunyai pengaruh yang sedikit terhadap posisi manajemen yang konservatif dalam penggunaan hutang.

Berdasarkan uraian diatas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham (*number of shareholders*) yang lebih banyak berarti kepemilikan saham lebih tersebar (*shareholders dispersion*) sehingga dirumuskan hipotesa:

H₂: Jumlah pemegang saham berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

2.5 *Kepemilikan Institusional*

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak institusi seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pensiun dan institusi lainnya (Wahidahwati, 2001). Institusi biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumberdaya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Oleh karena menguasai saham

mayoritas, maka pihak institusional dapat melakukan pengawasan terhadap kebijakan manajemen secara lebih kuat dibandingkan dengan pemegang saham yang lain.

Menurut Bathala, *et al.* (1994) dalam Hamidi (2003), menyatakan bahwa salah satu alat monitoring yang digunakan untuk mengurangi *agency conflict* adalah dengan meningkatkan kepemilikan institusional. Dengan kata lain, peningkatan kepemilikan institusional akan menggantikan peranan kepemilikan manajerial dalam rangka meminimumkan *agency cost* dalam perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan persentase kepemilikan institusional dapat menurunkan persentase kepemilikan manajerial. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal sehingga manajemen menghindari perilaku yang merugikan prinsipal (Hanafi dan Ismiyanti, 2003).

Berkaitan dengan kebijakan hutang yang menimbulkan risiko, kepemilikan institusional mempunyai hubungan negatif terhadap risiko. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin kuat kendali yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional efektif digunakan sebagai alat monitoring manajemen (Hanafi dan Ismiyanti, 2003). Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen. Semakin besar kepemilikan institusional maka akan semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan. Dengan demikian proporsi kepemilikan institusional bertindak

sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen (Cai, *et al.*, 2001, dalam Faizal, 2004).

Seperti halnya penelitian mengenai kepemilikan manajerial, hubungan kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang juga telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Penelitian Holderness dan Sheeman (1985), Barclay dan Holderness (1991), sebagaimana diungkapkan oleh Faizal (2004) memberikan bukti empiris bahwa terdapat peningkatan *turn over* manajemen dan *gains* akibat pembelian saham oleh pihak luar. Some dan Singh (1995), Allen dan Philips (2000) sebagaimana diungkapkan oleh Faizal (2004) juga menyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan mengikuti pembelian saham oleh *outside block ownership*.

Penelitian Hanafi dan Ismiyanti (2003) menemukan bukti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil ini mungkin mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional mampu melakukan monitoring terhadap manajemen secara lebih baik. Dengan demikian, maka perusahaan akan meningkatkan penggunaan hutang untuk pendanaan operasional perusahaan sekaligus berlakunya *Pecking Order Theory* (POT).

Sedangkan menurut Masdupi (2005) investor institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dengan adanya investor institusional maka *shareholders* akan mempunyai *power* yang lebih besar dalam mengontrol perilaku manajer sehingga manajer akan menggunakan hutang secara optimal dan biaya keagenan akan menurun.

Berdasarkan hasil uraian dari penelitian-penelitian terdahulu tentang pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang, maka dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

2.6 Variabel Kontrol dalam Penelitian

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian adalah variabel-variabel yang digunakan oleh penelitian terdahulu yang meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Variabel-variabel tersebut adalah pembayaran dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, keuntungan perusahaan, dan tarif pajak

2.6.1 Pembayaran Dividen

Rozeff (1982) sebagaimana diungkapkan Wahidahwati (2001) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring perusahaan. Ini berarti bahwa perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi *free cashflow* yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring *capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

Hasil studi Moh'd, *et al.*, (1998) dan Jensen, *et al.*, (1992) sebagaimana diungkapkan dalam Wahidahwati (2001) menyatakan bahwa *dividend payment* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio*. Wahidahwati (2001) menyatakan *dividend payment* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan dan arah hubungannya adalah

negatif. Hasil penelitian Masdupi (2005) menyatakan bahwa *dividend payment* mempunyai pengaruh signifikan secara statistik terhadap *debt ratio* dan memiliki arah hubungan yang positif.

2.6.2 Ukuran Perusahaan

Sejumlah studi telah mengemukakan bahwa ukuran perusahaan akan berpengaruh pada kebijakan hutang perusahaan. Semakin besar perusahaan maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan.

Ukuran yang besar memudahkan perusahaan dalam masalah pendanaan.

Perusahaan umumnya memiliki fleksibilitas dan aksesibilitas yang tinggi dalam masalah pendanaan melalui pasar modal. Kemudahan ini bisa ditangkap sebagai informasi baik. Ukuran yang besar dan tumbuh bisa merefleksikan tingkat profit dimasa mendatang (Soliha dan Taswan, 2002). Wahidahwati (2001 dan 2002),

Soliha dan Taswan (2002), Mahadwartha dan Hartono (2002), Jogyanto dan Tarjo (2003), Masdupi (2005), menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

2.6.3 Struktur Aktiva

Variabel ini berhubungan dengan jumlah kekayaan (*asset*) yang dapat dijadikan jaminan. Perusahaan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang strukturnya yang tidak

fleksibel. Investor akan selalu memberikan pinjaman apabila ada jaminan (Wahidahwati, 2001). Teori keagenan menyarankan penggunaan *leverage* akan mengurangi kemampuan *perquites* manajemen sehingga hubungan antara *asset*

structure dengan dengan nilai *leverage* adalah positif (Hartono dan Mahadwartha, 2002). Brigham dan Gapenski (1996) sebagaimana diungkapkan Wahidahwati

(2001) menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang, akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Wahidahwati (2001), Mahadwartha dan Hartono (2002), Fidyati (2003), Masdupi (2005), menyimpulkan bahwa *asset structure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

2.6.4 Keuntungan Perusahaan

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah bunga dan pajak (Soliha dan Taswan, 2002). Menurut Fama dan French (2000) dalam Wijaya (2004), dalam *pecking order theory*, hutang secara khusus akan naik pada saat kesempatan investasi melebihi laba ditahan dan turun pada saat kesempatan investasi kurang dari laba ditahan. Ini, jika profitabilitas dan pengeluaran investasi tetap, model ini akan memprediksi bahwa dengan kesempatan investasi yang tetap, perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan menggunakan *leverage* yang rendah. Sedangkan pada investasi memberikan *profit*, maka *leverage* akan naik jika kesempatan investasi perusahaan meningkat (Wijaya, 2004).

Tandelilin dan Wilberforce (2002), Masdupi (2005), menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *leverage* perusahaan. Moh'd *et al.*, (1998), Wijaya (2004), menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan.

2.6.5 Tarif Pajak

Haugen dan Senbet (1986) sebagaimana diungkapkan Masdupi (2005), mengemukakan bahwa perusahaan dengan tingkat pajak yang tinggi diharapkan

menggunakan hutang dengan jumlah yang lebih besar untuk memperoleh keuntungan penghematan pajak (*deductibility interest expense*). Moh'd *et al.*, (1998) dalam penelitiannya menemukan *tax rate* mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan *debt ratio*. Hasil studi Masdupi (2005) mengemukakan bahwa *tax rate* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.



BAB III METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Sesuai dengan jenis penelitian, yaitu untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang, maka jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian eksplanatoris. Menurut Singarimbun dan Effendi (1995:5), penelitian penjelasan (*explanatory research*) adalah penelitian yang membahas hubungan antar variabel penelitian dan menguji hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya dengan fokus terletak pada penjelasan hubungan antar variabel dalam penelitian.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur sesuai dengan klarifikasi dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode tahun 2002 sampai tahun 2004. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* yaitu pemilihan anggota sampel berdasarkan kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995, dalam Masdupi, 2005). Adapun kriteria sampel adalah:

1. Sampel merupakan perusahaan manufaktur yang tercatat di BEJ berturut-turut selama periode 2002-2004
2. Perusahaan tidak mempunyai saldo ekuitas dan laba bersih bernilai negatif. Saldo ekuitas yang negatif ketika digunakan sebagai angka penyebut dalam perhitungan rasio keuangan menjadi tidak bermakna.

3. Perusahaan memiliki laporan keuangan yang menggunakan satuan mata uang Rupiah.
4. Perusahaan mempunyai saldo hutang jangka panjang lebih besar dari nol. Nilai nol ketika digunakan sebagai angka pembilang dalam perhitungan rasio keuangan menjadi tidak bermakna.
5. Perusahaan memiliki laporan keuangan tahunan yang berakhir pada tanggal 31 Desember. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh waktu parsial dalam pengukuran variabel.

Berdasarkan kriteria sampling di atas, jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian bisa dijabarkan sebagai berikut:

Tabel 3.1
Kriteria Sampling dan Jumlah Sampel

No.	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEJ periode 2002-2004	141
2	Mengalami kerugian/defisiensi modal selama periode 2002-2004	(72)
3	Menggunakan satuan mata uang selain rupiah dalam laporan keuangan	(3)
4	Tidak memiliki hutang jangka panjang	(37)
5	Memiliki laporan keuangan yang tidak berakhir per 31 Desember	0
	Jumlah akhir sampel penelitian	29

3.3 Sumber dan Jenis Data

Data penelitian yang digunakan adalah data sekunder. Data tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, Pojok BEJ Universitas Brawijaya, dan situs resmi BEJ di www.jsx.co.id. Data yang digunakan terdiri dari:

1. Persentase kepemilikan saham manajerial dan persentase kepemilikan saham yang dimiliki institusi yang diperoleh dari laporan keuangan auditan perusahaan.
2. Data-data akuntansi perusahaan seperti hutang jangka panjang, total aktiva, total aktiva tetap bersih, laba bersih, jumlah modal, jumlah saham biasa yang beredar dan tingkat pajak periode 2002, 2003, dan 2004 yang diperoleh dari laporan keuangan auditan perusahaan.

3.4 Identifikasi Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel independen dan variabel dependen.

3.4.1 Variabel dependen

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang diukur dengan membagi jumlah hutang jangka panjang dengan jumlah hutang jangka panjang dan ekuitas saham biasa. Rasio ini digunakan sebagai *proxy* kebijakan hutang perusahaan. Pengukuran variabel ini sesuai dengan pengukuran dalam penelitian Masdupi (2005).

$$DR = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Hutang Jangka Panjang} + \text{Ekuitas}}$$

3.4.2 Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini meliputi kepemilikan manajerial, *shareholders dispersion*, *institutional ownership*.

1. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan

komisaris). Variabel ini dinyatakan dalam variabel *dummy* dengan angka 1 mewakili perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dan angka 0 bagi perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial.

2. *Shareholders Dispersion*

Shareholders dispersion diberi simbol SDP. *Shareholders dispersion* didefinisikan sebagai standar deviasi dari penyebaran pemegang saham. Semakin besar standar deviasi maka semakin tersebar kepemilikan saham. Sebagai akibat dari penyebaran saham maka berarti hak suara (*power*) akan menjadi kecil terhadap manajer yang konservatif dalam menggunakan hutang sehingga hutang akan lebih kecil.

3. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional (INST) merupakan proporsi saham yang dimiliki institusi pada akhir tahun yang diukur dalam persentase.

$$\text{INSTL} = \frac{\text{Jumlah Saham dimiliki Institusi}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

3.4.3 Variabel Kontrol

Adapun definisi operasional dan pengukuran variabel kontrol untuk penelitian ini adalah sebagaimana diuraikan dibawah ini.

Dividend policy diberi symbol DP adalah kebijakan manajer untuk membagikan deviden atau untuk tidak membagikan deviden. Variabel ini dinyatakan dalam variabel *dummy* dengan angka 1 bagi perusahaan yang membagikan deviden dan angka 0 untuk perusahaan yang tidak membagikan deviden.

Firm size diberi simbol *size*. Variabel ini diukur dengan natural log *total asset*.

$$\text{Size} = \text{LN Total Asset}$$

Asset structure (collateral value of asset) diberi simbol *ASSET*. Variabel ini diukur dengan menggunakan hasil bagi antara *fixed asset* terhadap *total asset* (Jensen *et al.*, 1992 dan Moh'd *et al.*, 1998).

$$\text{ASSET} = \frac{\text{Fixed asset}}{\text{Total asset}}$$

Firm profitability diberi simbol *PROF*. Variabel ini didefinisikan sebagai *ratio of operating income to total asset* (Moh'd *et al.*, 1998).

$$\text{PROF} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Total asset}}$$

Tax rate diberi variabel *TAX*. Variabel ini diukur dengan menggunakan *ratio of paid to pre-tax income* (Moh'd *et al.*, 1998).

$$\text{TAX} = \frac{\text{Pajak yang dibayarkan}}{\text{Laba sebelum pajak}}$$

3.5 Metode Analisis Data

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji regresi linier berganda. Dalam pengujian dengan menggunakan metode kuadrat terkecil biasa (*ordinary least squares/OLS*), dibutuhkan sifat tidak bias linier terbaik (*best linier unbiased estimator/BLUE*) dari penaksir (Gujarati, 1997:44). Serangkaian uji dapat dilakukan agar persamaan regresi yang terbentuk dapat memenuhi

persyaratan BLUE ini, yaitu uji normalitas, uji gejala multikolinieritas, uji gejala autokorelasi, dan uji gejala heteroskedastisitas.

3.5.1. Uji Normalitas

Pengujian terhadap asumsi normalitas data dilakukan dengan menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test*. Dasar penarikan kesimpulan adalah data dikatakan berdistribusi normal apabila nilai *Asymptotic Significance*-nya $> 0,05$ (Santoso, 2004:212).

3.5.2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk menguji apakah ada korelasi antara variabel independen Santoso (2004:203). Metode yang digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinieritas bisa dilakukan dengan menggunakan *variance inflation factor* (VIF). Pengujian dilakukan dengan melihat nilai VIF jika menunjukkan kurang dari 10 maka tidak terjadi multikolinieritas.

3.5.3. Uji Autokorelasi

Metode uji ini digunakan apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t , dengan kesalahan pada periode $t-1$. Jika terjadi korelasi, berarti dijumpai problem autokorelasi (Santoso, 2004:216). Deteksi ada tidaknya gejala autokorelasi dengan cara melihat besarnya nilai D-W (Durbin-Watson). Patokan umum yang dapat dijadikan batasan adalah:

- Bila nilai D-W lebih besar dari batas atas (d_U), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, yang berarti tidak ada autokorelasi positif.
- Bila nilai D-W lebih rendah dari batas bawah (d_L), maka koefisien autokorelasi sama lebih besar nol, yang berarti ada autokorelasi positif.

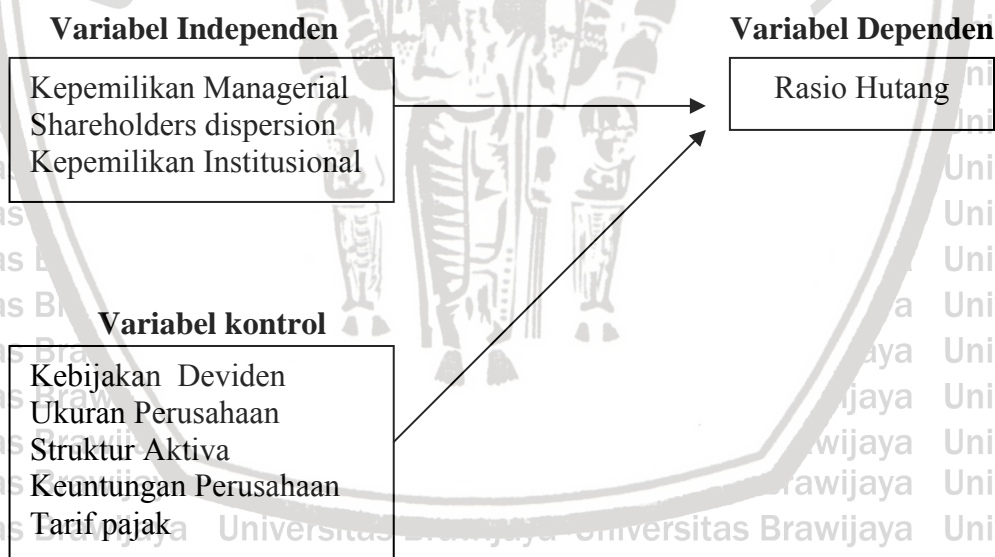
- Bila nilai D-W terletak di antara batas atas (dU) dan batas bawah (dL), maka tidak dapat disimpulkan.

3.5.4. Uji Heteroskedastisitas

Metode ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual pada satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Santoso, 2004:208). Jika terdapat perbedaan varians, maka dijumpai gejala heteroskedastisitas. Deteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas adalah dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* di sekitar nilai X dan Y. Jika ada pola tertentu, maka telah terjadi gejala heteroskedastisitas.

3.5.5. Uji Hipotesis

Model yang menunjukkan pengaruh antara struktur kepemilikan dan variabel kontrol terhadap kebijakan hutang dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 3.1
Model penelitian

Persamaan yang akan digunakan dalam pengujian hipotesis adalah:

$$DR = a + b_1 INSDR + b_2 SDP + b_3 INST + b_4 DP + b_5 SIZE + b_6 ASSET + b_7 PROF + b_8 TAX + e$$

Keterangan:

DR = Rasio hutang

INSDR = Kepemilikan manajerial

SDP = *Shareholders dispersion*

INST = Kepemilikan institusional

DP = Kebijakan deviden

SIZE = Ukuran perusahaan

ASSET = Struktur aktiva

PROF = Keuntungan perusahaan

TAX = Tarif pajak

a = konstanta

b_1 - b_8 = koefisien regresi

Dasar pengambilan keputusan untuk pengujian hipotesis baik secara parsial atau simultan adalah:

- Apabila probabilitas (p) t-hitung/F-hitung $< \alpha=0,05$ maka hipotesis yang diajukan (H_a) didukung.
- Apabila probabilitas (p) t-hitung/F-hitung $> \alpha=0,05$ maka hipotesis yang diajukan (H_a) tidak didukung.

3.5.6. Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai koefisien determinasi menunjukkan sampai seberapa besar variasi perubahan variabel independen mampu menjelaskan variasi perubahan variabel dependen. Batasan dari nilai koefisien determinasi ini adalah $0 < R^2 < 1$. Apabila nilai koefisien determinasi sebesar 1 (100%), menunjukkan adanya hubungan yang sempurna, sedangkan nilai koefisien determinasi sebesar 0 menunjukkan

tidak terdapat hubungan antara variabel independen dengan variabel yang diprediksi (Gujarati, 1997:45).



BAB IV

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Analisis

4.1.1 Statistik Deskriptif

Tabel berikut menyajikan statistik deskriptif dari variabel utama dalam penelitian selama periode pengamatan, yaitu tahun 2002-2004.

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata
Debt ratio	87	0.05	99.78	35.82
Manajerial	87	0.00	25.78	2.70
Penyebaran	87	6.70	57.24	36.43
Institusional	87	0.50	98.08	63.09

Sumber: data diolah lampiran 2

Berdasarkan tabel 4.1 di atas, dengan menggunakan teknik *pooled data* diperoleh sebanyak 87 data observasi, yang merupakan jumlah perusahaan sampel selama periode 2002-2004. Penjelasan untuk masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

1. Debt Ratio (Y)

Debt ratio menunjukkan struktur modal perusahaan, yang merupakan cerminan keputusan pendanaan dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan. Berdasarkan hasil pada Tabel 4.1, rata-rata *debt ratio* selama periode pengamatan (2002-2004) diperoleh sebesar 35,82% yang menunjukkan bahwa pada umumnya struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia yang dibiayai dari hutang masih lebih kecil dari 50%. Hal ini menunjukkan bahwa pada umumnya perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung berhati-hati dalam

menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari hutang jangka panjang, yang juga bisa disebabkan oleh adanya pengaruh dari struktur kepemilikan sebagai penentu kebijakan perusahaan. Selama periode penelitian, diperoleh nilai minimum sebesar 0,05% dan nilai maksimum sebesar 99,78%. Nilai *debt ratio* yang melebihi angka 50% menunjukkan bahwa setiap satu satuan hutang yang digunakan oleh perusahaan hanya dijamin oleh setengah jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan.

2. *Managerial Ownership* (X1)

Rasio ini menunjukkan prosentase saham perusahaan yang dimiliki oleh direktur dan komisaris, yang merupakan jajaran kepengurusan manajerial perusahaan. Berdasarkan Tabel 4.1, diperoleh nilai minimum sebesar 0%, nilai maksimum sebesar 25,78%, dengan rata-rata sebesar 2,7%. Dari nilai rata-rata yang diperoleh, dapat diketahui bahwa kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur di Indonesia masih sangat kecil. Berdasarkan rata-rata yang diperoleh selama periode pengamatan 2002-2004, jumlah kepemilikan manajerial hanya sebesar 2,7% dari keseluruhan kepemilikan saham perusahaan.

3. Penyebaran Kepemilikan (X2)

Penyebaran kepemilikan (*shareholder dispersion*) dapat didefinisikan sebagai standar deviasi dari penyebaran pemegang saham. Semakin besar standar deviasi yang dimiliki menunjukkan kondisi semakin tersebar kepemilikan saham dari perusahaan tersebut oleh individu atau perorangan. Berdasarkan hasil pada Tabel 4.1, diperoleh nilai minimum sebesar 6,7%, nilai maksimum sebesar 57,24%, dan rata-rata sebesar 36,43%. Nilai rata-rata penyebaran kepemilikan

hanya diperoleh nilai sebesar 36,43%, hal ini menunjukkan bahwa penyebaran kepemilikan saham pada perusahaan manufaktur di BEJ masih kurang merata. Hal ini disebabkan masih adanya kepemilikan dominan saham perusahaan oleh kelompok atau institusi tertentu, sehingga penyebaran kepemilikan masih dibawah angka 50%.

4. *Institutional Ownership* (X3)

Rasio ini menunjukkan persentase saham perusahaan yang kepemilikannya dikuasai oleh institusi atau badan lain, dan bukan perorangan. Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 4.1, pada kepemilikan institusional ini diperoleh nilai minimum sebesar 0,5%, nilai maksimum sebesar 98,08%, dan rata-rata sebesar 63,09%. Berdasarkan hasil analisis deskriptif ini tampak bahwa mayoritas pemilik saham perusahaan manufaktur di BEJ adalah institusi atau badan lain, dan cenderung bukan perorangan. Hal ini dapat diamati pada rata-rata kepemilikan institusional yang melebihi angka 50%, jauh lebih besar apabila dibandingkan dengan rata-rata kepemilikan manajerial dan kepemilikan individu.

4.1.2 Hasil Uji Asumsi Klasik

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji regresi linier berganda. Dalam pengujian dengan menggunakan metode kuadrat terkecil biasa (*ordinary least squares/OLS*), dibutuhkan *sifat tidak bias linier terbaik (best linier unbiased estimator/BLUE)* dari penaksir (Gujarati, 1997:44). Serangkaian uji dapat dilakukan agar persamaan regresi yang terbentuk dapat memenuhi persyaratan BLUE ini, yaitu uji normalitas, uji gejala multikolinieritas, uji gejala autokorelasi, dan uji gejala heteroskedastisitas.

4.1.2.1 Hasil Uji Normalitas

Gujarati (1997:67) menuliskan bahwa regresi linier normal klasik mengasumsikan kenormalan data dengan beberapa alasan, yaitu:

1. Menghasilkan model prediksi yang tidak bias, serta memiliki varians yang minimum.
2. Menghasilkan model yang konsisten, yaitu dengan meningkatnya jumlah sampel ke jumlah yang tidak terbatas, penaksir mengarah ke nilai populasi yang sebenarnya.

Untuk itu sebelum dilakukan pengujian lanjutan, dilakukan terlebih dahulu uji normalitas data dengan menggunakan *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test*.

Pengujian hanya dilakukan terhadap variabel yang memiliki data berbentuk interval. Pengujian tidak dilakukan terhadap variabel yang memiliki data *dummy* karena pengujian normalitas tidak bisa dilakukan pada data berbentuk nominal.

Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4.2
Hasil Uji Normalitas

No.	Variabel	Asymp. Sig.	Keterangan
1.	DR	0.877	Normal
2.	Penyebaran	0.112	Normal
3.	Institusional	0.183	Normal
4.	Size	0.704	Normal
5.	Asset	0.068	Normal
6.	Prifitabilitas	0.331	Normal
7.	Pajak	0.981	Normal

Sumber: data diolah lampiran 2

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.2 di atas, diperoleh nilai *asymptotic significance* lebih besar dari 0,05 pada semua variabel penelitian.

Berdasarkan hasil ini, sesuai dengan kaidah pengujian maka dapat disimpulkan bahwa data telah berdistribusi normal.

4.1.2.2 Hasil Uji Gejala Multikolinieritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk menguji apakah ada korelasi antara variabel independen. Metode yang digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinieritas dengan menggunakan nilai VIF (*variance inflation factor*), nilai VIF lebih kecil dari angka 10 menunjukkan tidak terdapat gejala multikolinieritas dengan variabel bebas yang lainnya.

Hasil uji gejala multikolinieritas disajikan pada tabel 4.4 berikut ini.

Tabel 4.3
Hasil Uji Gejala Multikolinieritas

No.	Variabel	VIF
1	Manajerial	1.364
2	Penyebaran	1.318
3	Institusional	1.202
4	DPR	1.341
5	Size	3.775
6	Asset	1.323
7	Profitabilitas	1.247
8	Pajak	3.662

Sumber: data diolah lampiran 2

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.3 di atas, karena nilai VIF untuk semua variabel penelitian memiliki nilai lebih kecil dari 10, maka dapat disimpulkan tidak dijumpai gejala multikolinieritas antar variabel independen.

4.1.2.3 Uji Gejala Autokorelasi

Metode uji ini digunakan untuk mengetahui apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t , dengan kesalahan pada periode $t-1$. Jika terjadi korelasi, berarti dijumpai problem

autokorelasi. Untuk nilai obsevasi (n) sebesar 87, dan variabel independen sebanyak 8 variabel, diperoleh nilai $dU = 1,857$ dan $dL = 1,448$. Berdasarkan hasil pengujian terhadap gejala autokorelasi (lihat lampiran hasil uji asumsi klasik), diperoleh nilai DW sebesar 1,923. Karena nilai $DW > dU$ maka dapat disimpulkan tidak dijumpai gejala autokorelasi pada model regresi yang digunakan.

4.1.2.4 Uji Gejala Heteroskedastisitas

Metode ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual pada satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika terdapat perbedaan varians, maka dijumpai gejala heteroskedastisitas. Cara mendeteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas adalah dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* di sekitar nilai X dan Y. Jika ada pola tertentu, maka telah terjadi gejala heteroskedastisitas.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap gejala heteroskedastisitas ini (lihat lampiran hasil uji asumsi klasik), dapat diamati tidak dijumpai pola tertentu pada grafik yang terbentuk. Dengan hasil ini maka dapat disimpulkan tidak dijumpai gejala heteroskedastisitas pada model regresi yang digunakan.

4.1.3 Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis penelitian bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari variabel pokok yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan penyebaran kepemilikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Pengujian juga dilakukan dengan memasukkan variabel kontrol yaitu pembayaran deviden, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan pajak perusahaan. Dengan adanya penambahan variabel kontrol ini, diharapkan nilai R^2 (koefisien determinasi) yang

diperoleh semakin mendekati nilai 1 sehingga model regresi yang terbentuk lebih tepat dalam memprediksi faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang.

Hasil pengujian disajikan pada tabel 4.4 berikut.

Tabel 4.4
Hasil Uji Regresi

No.	Variabel	Koefisien	t-Hitung	p value	F-Hitung	p value	R2
1	Konstanta	-0.999	-2.198	0.031	5.653	0.000	0.367
2	Manajerial (X1)	0.004	0.075	0.940			
3	Penyebaran (X2)	-0.0002	-0.082	0.935			
4	Institusional (X3)	-0.003	-3.030	0.003			
5	DPR (X4)	-0.135	-2.732	0.008			
6	Size (X5)	0.068	2.637	0.010			
7	Asset (X6)	-0.156	-1.461	0.148			
8	Profitabilitas (X7)	-0.285	-1.861	0.067			
9	Pajak (X8)	0.058	1.316	0.192			

Sumber: data diolah lampiran 2

Berdasarkan hasil uji regresi terhadap variabel utama (kepemilikan manajerial, penyebaran kepemilikan, dan kepemilikan institusional) seperti ditunjukkan pada Tabel 4.4, dapat diberikan beberapa penjelasan sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil pengujian parsial terhadap variabel kepemilikan manajerial, diperoleh t-hitung sebesar 0,075 dengan kesalahan prediksi sebesar 94%. Berdasarkan hasil ini maka dapat Hipotesis 1 tidak didukung, yang berarti kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
2. Berdasarkan hasil pengujian parsial terhadap variabel penyebaran kepemilikan, diperoleh t-hitung sebesar -0,082 dengan kesalahan prediksi sebesar 93,5%. Berdasarkan hasil ini maka dapat Hipotesis 2 tidak didukung, yang berarti penyebaran kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

3. Berdasarkan hasil pengujian parsial terhadap variabel kepemilikan institusional, diperoleh t-hitung sebesar -3,030 dengan kesalahan prediksi sebesar 0,3% dan koefisien sebesar -0,003. Berdasarkan hasil ini maka dapat Hipotesis 3 didukung, yang berarti kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengujian juga dilakukan terhadap variabel kontrol, yang diduga juga berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil pengujian terhadap variabel kontrol dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil pengujian parsial terhadap variabel *dividend policy* (DP), diperoleh t-hitung sebesar -2,732 dengan kesalahan prediksi sebesar 0,8% dan koefisien sebesar -0,135. Berdasarkan hasil ini maka dapat disimpulkan pembayaran deviden oleh perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.
2. Berdasarkan hasil pengujian parsial terhadap variabel *firm size* (ukuran perusahaan), diperoleh t-hitung sebesar 2,637 dengan kesalahan prediksi sebesar 1% dan koefisien sebesar 0,068. Berdasarkan hasil ini maka dapat disimpulkan antara ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.
3. Berdasarkan hasil pengujian parsial terhadap variabel *asset structure* (struktur aktiva), diperoleh t-hitung sebesar -1,461 dengan kesalahan prediksi sebesar 14,8%. Berdasarkan hasil ini maka dapat disimpulkan struktur aset perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

4. Berdasarkan hasil pengujian parsial terhadap variabel profitabilitas, diperoleh t-hitung sebesar -1,861 dengan kesalahan prediksi sebesar 6,7%. Berdasarkan hasil ini maka dapat disimpulkan profitabilitas perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
5. Berdasarkan hasil pengujian parsial terhadap variabel *tax* (tarif pajak), diperoleh t-hitung sebesar 1,361 dengan kesalahan prediksi sebesar 19,2%. Berdasarkan hasil ini maka dapat disimpulkan tingkat pajak tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

4.1.4 Hasil Pengujian Secara Simultan

Uji-F statistik (uji Anova) dengan $\alpha = 5\%$ digunakan untuk melihat pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Berdasarkan hasil uji statistik pada Tabel 4.4 di atas, diperoleh nilai F-hitung sebesar 5,653 dengan kesalahan prediksi sebesar 0%. Berdasarkan hasil pengujian secara simultan ini maka dapat disimpulkan secara simultan variabel struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan penyebaran kepemilikan, serta variabel kontrol yang terdiri dari kebijakan deviden, ukuran perusahaan, dan struktur aktiva, profitabilitas, dan tingkat pajak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

4.1.5 Hasil Perhitungan Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasarkan hasil uji statistik pada Tabel 4.4 di atas, diperoleh nilai R^2 sebesar 0,367. Hasil ini menunjukkan bahwa dari model regresi yang terbentuk, variabel independen mampu menjelaskan variasi perubahan variabel dependen

sebesar 36,7%, sedangkan sisanya sebesar 63,3% dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian.

4.1.6 Model Regresi Yang Terbentuk

Berdasarkan Tabel 4.4, persamaan regresi yang terbentuk adalah sebagai berikut:

$$Y = -0,999 + 0,004DR - 0,0002SDP - 0,003INST - 0,135DP + 0,068SIZE - 0,156ASSET - 0,285PROF + 0,058TAX$$

Dari persamaan regresi yang terbentuk, penjelasan yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

1. Konstanta diperoleh sebesar -0,999, hal ini berarti apabila diasumsikan variabel struktur kepemilikan dan variabel kontrol sebesar nol, maka besarnya *debt ratio* akan sebesar -0,999 satuan.
2. Apabila kepemilikan manajerial naik sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti oleh kenaikan *debt ratio* sebesar 0,004 satuan.
3. Apabila penyebaran kepemilikan naik sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti oleh penurunan *debt ratio* sebesar 0,0002 satuan.
4. Apabila kepemilikan institusional naik sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti oleh penurunan *debt ratio* sebesar 0,003 satuan.
5. Apabila kebijakan deviden naik sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti oleh penurunan *debt ratio* sebesar 0,135 satuan.

57

6. Apabila ukuran perusahaan naik sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti oleh kenaikan *debt ratio* sebesar 0,068 satuan.
7. Apabila struktur aktiva naik sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti oleh penurunan *debt ratio* sebesar 0,156 satuan.
8. Apabila profitabilitas naik sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti oleh penurunan *debt ratio* sebesar 0,285 satuan.
9. Apabila tarif pajak naik sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti oleh kenaikan *debt ratio* sebesar 0,058 satuan.

4.2 Pembahasan

4.2.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis I

Pengujian terhadap Hipotesis 1 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Wahidahwati (2001), Mahadwartha dan Hartono (2002), Zulhawati (2004), Tarjo (2005) dan Masdupi (2005).

Dalam hipotesa teori agensi, manajer diasumsikan sebagai individu yang rasional dan berusaha memaksimalkan kegunaan (*utility*) bagi dirinya sendiri. Hal ini menyebabkan manajer dianggap akan membuat keputusan mengenai kebijakan

perusahaan berdasarkan keinginannya untuk mencari keuntungan bagi dirinya sendiri. Karenanya, tindakan-tindakan yang bisa memaksimalkan kegunaan bagi manajer belum tentu akan memaksimalkan kekayaan dari para pemegang saham.

Jika manajer dari sebuah perusahaan juga memiliki andil kepemilikan di dalam sebuah perusahaan, maka mereka akan lebih besar kemungkinannya untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Adanya perbedaan hasil penelitian ini dengan beberapa hasil penelitian terdahulu diduga disebabkan karena persentase kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur selama periode 2002-2004 tergolong sangat rendah, rata-rata tidak lebih dari 2,7%. Hal ini menyebabkan pengambilan kebijakan oleh pihak manajer menjadi masih terbatas, sehingga kurang bisa mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan.

4.2.2 Pembahasan Hipotesis II

Pengujian terhadap Hipotesis 2 menunjukkan hasil bahwa penyebaran kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Moh'd, *et. al.* (1998) dan Masdupi (2005).

Moh'd *et al.*, (1998) berpendapat bahwa semakin besar jumlah *shareholders*, semakin tersebar kepemilikannya, sehingga diharapkan jumlah *shareholders* berhubungan negatif dengan tingkat hutang. Dengan kata lain, apabila jumlah pemegang saham semakin banyak maka kepemilikan saham lebih tersebar sehingga berpengaruh negatif terhadap posisi manajemen yang konservatif dalam menggunakan hutang. Dalam hasil studinya, Moh'd *et al.*,

(1998) juga menemukan bahwa *shareholders' dispersion* mempunyai hubungan negatif signifikan dengan *debt ratio*.

Seperti halnya dengan hasil pengujian terhadap kepemilikan manajerial, perbedaan hasil penelitian ini dengan hasil penelitian Moh'd, et. al. (1998) dan Masdupi (2005) diduga juga disebabkan karena pada perusahaan manufaktur mayoritas kepemilikan saham masih dipegang oleh kepemilikan institusi, sehingga memiliki pola penyebaran yang kurang merata.

4.2.3 Pembahasan Hipotesis III

Pengujian terhadap Hipotesis 3 menunjukkan hasil bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Wahidahwati (2001), Hanafi dan Ismiyanti (2003), dan Masdupi (2005).

Hasil ini menunjukkan bahwa kehadiran investor institusi dapat digunakan sebagai alat untuk memonitor dalam rangka meminimalkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh penggunaan hutang. Arah hubungan negatif menunjukkan bahwa semakin besar persentase kepemilikan saham oleh institusi, maka akan menyebabkan penurunan terhadap penggunaan pendanaan yang berasal dari hutang oleh perusahaan. Hal ini juga menunjukkan bahwa pemilik institusional pada perusahaan manufaktur di BEJ telah menyadari bahwa keberadaan mereka dapat secara efektif memonitor kebijakan pihak manajemen, sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan pemegang saham.

4.2.4 Pembahasan Tentang Pengaruh Dari Variabel Kontrol

1. Pengaruh *dividend policy* (DP) terhadap kebijakan hutang

Hasil pengujian terhadap variabel kebijakan deviden menghasilkan pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil pada penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Moh'd, *et. al.* (1998) yang menemukan fakta sama. Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian wahidahwati (2001) yang menyatakan *dividend payment* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan dan arah hubungannya adalah negatif, dan Masdupi (2005) yang menyatakan bahwa *dividend payment* mempunyai pengaruh signifikan secara statistik terhadap *debt ratio* dan memiliki arah hubungan yang positif.

.Besarnya pembayaran deviden dalam mengurangi biaya agensi dapat dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan yang *profitable* dan *low growth*. Dengan adanya kelebihan aliran kas tersebut, maka perusahaan yang memiliki kebijakan pembayaran deviden yang tinggi akan tetap memiliki kemampuan mendanai peluang investasi yang ada, tanpa harus mencari pendanaan dari sektor hutang (Sudarma, 1997).

2. Pengaruh *firm size* (ukuran perusahaan) terhadap kebijakan hutang.

Hasil pengujian terhadap variabel ukuran perusahaan menghasilkan pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Moh'd, *et al.* (1998), Wahidahwati (2001 dan 2002), Soliha dan Taswan (2002), Mahadwartha dan Hartono (2002), Jogyanto dan Tarjo (2003) serta Masdupi (2005). Arah pengaruh positif antara ukuran

perusahaan dengan kebijakan hutang menunjukkan fenomena bahwa kebijakan penggunaan hutang akan seiring dengan perkembangan perusahaan.

Perusahaan-perusahaan lebih besar cenderung lebih terdiversifikasi dibanding perusahaan yang lebih kecil dan karena itu lebih sulit ambruk. Hal ini berarti, nilai-nilai likuidasi dari perusahaan-perusahaan lebih kecil adalah lebih rendah apabila dibanding dengan perusahaan yang lebih besar. Oleh sebab itu, para kreditur masih bisa mendapatkan pembayarannya dalam kondisi pailit, yang mengindikasikan bahwa biaya-biaya agensi dari hutang akan menjadi lebih rendah untuk perusahaan-perusahaan lebih besar.

Teori lain juga menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat dipandang sebagai suatu *proxy* untuk asimetri informasi diantara perusahaan dan pasar.

Semakin besar ukuran suatu perusahaan, makin banyak pula informasi yang tersedia dari perusahaan itu dan makin rendah biaya-biaya yang disebabkan oleh asimetri-asimetri informasi. Pada gilirannya, hal ini juga menyebabkan adanya suatu hubungan positif diantara ukuran dan hutang, baik itu dalam jangka-panjang maupun jangka-pendek.

3. Pengaruh struktur aktiva terhadap kebijakan hutang

Hasil pengujian terhadap variabel struktur aktiva menunjukkan tidak terdapat pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Moh'd, *et al.* (1998), Wahidahwati (2001), dan Masdupi (2005).

Variabel ini berhubungan dengan jumlah kekayaan (*asset*) yang dapat dijadikan jaminan. Perusahaan yang memiliki struktur aktiva yang fleksibel untuk

dapat dijadikan jaminan, akan cenderung menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki struktur aktivasnya tidak fleksibel. Pemikiran sederhana adalah kreditur akan selalu memberikan pinjaman apabila ada jaminan.

Perbedaan hasil penelitian ini dengan hasil penelitian terdahulu diduga disebabkan karena sampel diambil hanya dari perusahaan manufaktur, yang pada umumnya aktiva tetap perusahaan berupa mesin-mesin untuk produksi. Hal ini menyebabkan sifat aktiva menjadi tidak fleksibel untuk dijadikan jaminan hutang, karena biaya penyusutan mesin produksi tergolong tinggi sehingga memiliki nilai sisa sangat kecil. Hal ini menyebabkan kreditur tidak mau menerima jaminan hutang dalam bentuk mesin produksi.

4. Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang

Hasil pengujian terhadap variabel profitabilitas menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan, walaupun memiliki arah hubungan negatif yang tidak signifikan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002), Masdupi (2005), yang menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *leverage* perusahaan. Akan tetapi Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Moh'd, *et al.* (1998), dan Wijaya (2004) yang menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan. Perbedaan hasil penelitian ini dengan hasil penelitian terdahulu diduga disebabkan bahwa profitabilitas perusahaan belum dipakai sebagai dasar pertimbangan dalam kebijakan hutang perusahaan (pada perusahaan manufaktur) di Indonesia.

Profitabilitas mencerminkan pendapatan yang digunakan untuk mendanai investasi. Myers (1984) dalam Moh'd, *et. al.* (1998) berpendapat bahwa manajer memiliki sebuah *pecking order* (urutan pilihan) dimana dalam urutan-urutan ini, pilihan yang pertama adalah pendapatan yang ditahan, kemudian urutan kedua adalah pendanaan lewat hutang, dan tempat ketiga diduduki oleh ekuitas.

Berdasarkan argumen ini maka seharusnya akan ada hubungan negatif antara profitabilitas dengan rasio hutang.

5. Pengaruh tingkat pajak terhadap kebijakan hutang

Hasil pengujian terhadap variabel tingkat pajak menunjukkan tidak terdapat pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Masdupi (2005) yang mengemukakan bahwa *tax rate* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Akan tetapi hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Moh'd, *et. al.* (1998). Moh'd, *et. al.* (1998) menyatakan bahwa komponen primer dari potongan pajak non-hutang adalah depresiasi dan depresiasi tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki level aset tetap (*fixed asset*) yang lebih tinggi. Aset tetap yang tinggi ini bisa dijadikan suatu jaminan sehingga meningkatkan kapasitas hutang dari perusahaan.

Perbedaan hasil penelitian ini dengan hasil penelitian Moh'd, *et. al.* (1998) diduga disebabkan karena selama beberapa penelitian masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Bagi ukuran tertentu perusahaan, jika jumlah hutang mengalami penurunan, maka ekuitas atau laba ditahan haruslah akan mengalami kenaikan. Pada perusahaan-perusahaan yang sedang mengalami kesulitan

finansial, suatu perusahaan mungkin menjual aset-aset jaminan, mengurangi pelindung pajak non-hutangnya, dan menyusutkan ukurannya, dalam upaya untuk mencegah kepailitan. Meskipun jumlah hutang berkurang, akan tetapi rasio *leverage* dapat naik ataupun turun sebagai akibat dari perubahan ukuran perusahaan yang diasosiasikan dengan pengurangan hutang, sehingga menimbulkan kesimpulan yang bias tentang hubungan antara tingkat pajak dengan kebijakan hutang.



BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Dari hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, kesimpulan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Hasil pengujian terhadap variabel utama pada penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh negatif antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian terhadap dua variabel lain yaitu kepemilikan manajerial dan penyebaran kepemilikan tidak menunjukkan adanya pengaruh terhadap kebijakan hutang.
2. Hasil pengujian terhadap variabel kontrol menunjukkan adanya pengaruh negatif dividen yang dibayarkan dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang, dan pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian terhadap struktur aktiva dan tarif pajak tidak menunjukkan adanya pengaruh terhadap kebijakan hutang.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut:

1. Jangka waktu penelitian ini relatif pendek apabila dibandingkan dengan beberapa penelitian terdahulu. Penggunaan periode yang pendek ini menyebabkan terbatasnya jumlah sampel yang digunakan.

2. Penelitian ini hanya dibatasi pada industri manufaktur, sehingga penarikan kesimpulan tidak dapat diperluas untuk kategori industri yang lain seperti industri jasa, industri properti, dan industri keuangan.

5.3 Implikasi Untuk Penelitian Selanjutnya

Dengan adanya keterbatasan pada penelitian ini, penelitian selanjutnya hendaknya mempertimbangkan hal-hal sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya bisa dilakukan dengan cara memperpanjang periode penelitian, dengan dilakukannya hal tersebut diharapkan jumlah sampel bisa diperbesar sehingga model regresi yang terbentuk nantinya dapat lebih baik daripada hasil pada penelitian ini.
2. Penelitian bisa dilakukan dengan cara membandingkan pengaruh dari kepemilikan manajerial dan institusional antar kelompok industri. Dengan dilakukannya hal tersebut diharapkan dapat diketahui pada jenis industri apa pengaruh kepemilikan manajerial lebih dominan daripada kepemilikan institusional, dan juga sebaliknya.

Mahadwartha, Putu Anom dan Jogiyanto Hartono. (2002). Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang Dengan Kebijakan Dividen. *Proceedings Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia*, (635-647). Semarang, Indonesia: Universitas Diponegoro.

Masdupi, Erni. (2005). Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 20 (1), 57-59.

Rofiqoh, Ifah. (2002). Kebijakan Pendanaan Dalam Perspektif Teori Keagenan. *KOMPAK*, (6), 341-353.

Saidi. (2004). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Go Public Di BEJ Tahun 1997-2002. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi Indonesia*, 11 (1), 44-58.

Sartono, Agus. (2000). *Manajemen Keuangan-Teori Dan Aplikasi*. Edisi Ke-4. Cetakan Keenam. Yogyakarta: BPFE.

Shapiro, Alan C. Dan Sheldon D. Balbirer. (2000). *Modern Corporate Finance: A Multidisciplinary Approach To Value Creation*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.

Soliha, Euis dan Taswan. (2002). Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 9 (2), 149-163.

Tandelilin, Eduardus dan Turyasingura Wilberforce. (2002). Can Debt And Dividend Policies Subtitutes Insider Ownership In Controlling Agency Conflict? *Gadjah Mada International Journal Of Bussiness*, 4 (1), 31-43.

Tarjo. (2005). Analisa *Free Cash Flow* Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 8 (1), 82-104.

Taswan. (2003). Corporate Control Dalam Perpektif Keagenan Pada Bank Komersial. *FOKUS Ekonomi*, 1 (3), 276-283.

Wahidahwati. (2001). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektive Theory Agency. *Proceedings Simposium Nasional Akuntansi 4*, (1084-1107). Bandung Indonesia; Universitas Padjajaran.

_____ (2002). Kepemilikan Manajerial Dan *Agency Conflict*: Analisis Persamaan Simultan Non-Linier Dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (*Risk Taking*), Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Dividen. *Proceedings Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia*, (601-625). Semarang, Indonesia: Universitas Diponegoro

Wijaya, Muhamad Edi. (2004). Pengujian Empiris Pecking Order Theory Terhadap Leverage. *Jurnal Manajemen dan Keuangan*, 2 (2), 51-60.

Zulhawati (2004). Analisis Dampak Kepemilikan Saham Oleh Insider Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *KOMPAK* (11), 240-249.



**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN PADA KEBIJAKAN
HUTANG DALAM MENGONTROL KONFLIK KEAGENAN
(STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BEJ PERIODE 2002-2004)**

Oleh :
ARIESTA SUNARYANTO
0110233014

Disusun Sebagai Salah Satu Syarat Untuk
Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi



**JURUSAN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2006**

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR.....	i
LEMBAR PENGESAHAN.....	ii
SURAT PERNYATAAN.....	iii
SURAT KETERANGAN PENELITIAN.....	iv
DAFTAR ISI.....	v
DAFTAR TABEL.....	vi
DAFTAR GAMBAR.....	vii
DAFTAR LAMPIRAN.....	viii
DAFTAR GAMBAR.....	ix
ABSTRAK.....	x
ABSTRACT.....	xi
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan Penelitian.....	8
1.4 Manfaat Penelitian.....	8
Bab II Landasan Teori	
2.1 <i>Agency Theory</i>	9
2.1.1 <i>Agency Conflict</i>	10
2.1.2 <i>Agency Cost</i>	13
2.2 Kebijakan Hutang Perusahaan.....	15
2.2.1 Teori Struktur Modal.....	17
2.2.1.1 Pendekatan Dalam Teori Struktur Modal.....	17
2.2.1.2 Pendekatan Modigliani-Miller (MM).....	20
2.2.1.3 <i>Signaling Theory</i>	24
2.2.2 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal....	24
2.3 Kepemilikan Manajerial.....	29
2.4 <i>Shareholders Dispersion</i>	31

2.5	Kepemilikan Institusional.....	31
2.6	Variabel Kontrol Dalam Penelitian.....	34
2.6.1	Pembayaran dividen.....	34
2.6.2	Ukuran Perusahaan.....	35
2.6.3	Struktur Aktiva.....	35
2.6.4	Keuntungan Perusahaan.....	36
2.6.5	Tarif Pajak.....	36

BAB III Metodologi Penelitian

3.1	Jenis Penelitian.....	38
3.2	Populasi dan Sampel.....	38
3.3	Sumber dan Jenis Data.....	39
3.4	Identifikasi Variabel Penelitian.....	40
3.4.1	Variabel Dependen.....	40
3.4.2	Variabel Independen.....	40
3.4.3	Variabel Kontrol.....	41
3.5	Metode Analisis Data.....	42
3.5.1	Uji Normalitas.....	43
3.5.2	Uji Multikolinearitas.....	43
3.5.3	Uji Autokorelasi.....	43
3.5.4	Uji Heteroskedastisitas.....	44
3.5.5	Uji Hipotesis.....	44
3.5.6	Koefisien Determinasi(R^2).....	45

BAB IV Hasil Analisis dan Pembahasan

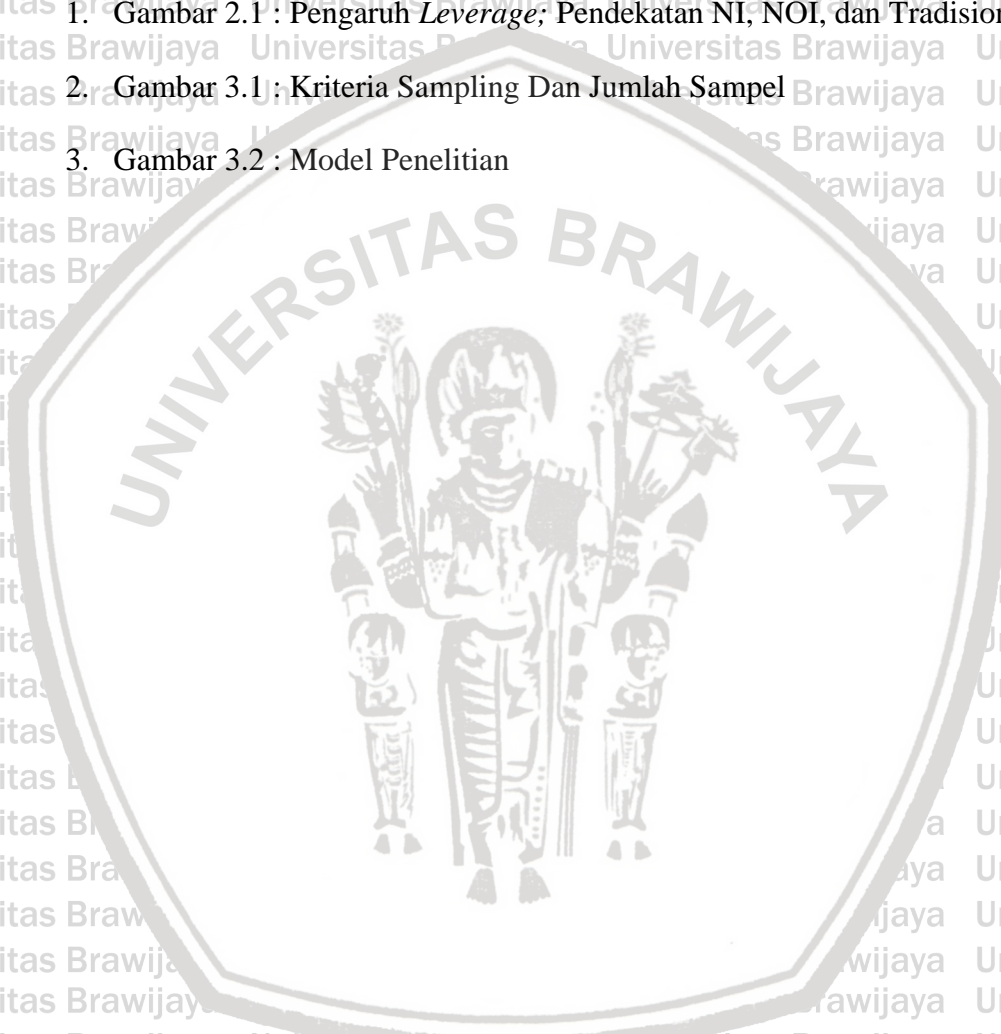
4.1	Hasil Analisis.....	47
4.1.1	Visi dan Misi Perum Pegadaian.....	47
4.1.2	Hasil Uji Asumsi Klasik.....	49
4.1.2.1	Hasil Uji Normalitas.....	50
4.1.2.2	Hasil Uji Gejala Multikolinearitas.....	51
4.1.2.3	Hasil Uji Gejala Autokorelasi.....	51
4.1.2.4	Hasil Uji Gejala Heteroskedastisitas.....	52

4.1.3	Hasil Uji Hipotesis.....	52
4.1.4	Hasil Pengujian Secara Simultan.....	55
4.1.5	Hasil Perhitungan Koefisien Determinasi (R^2).....	55
4.1.6	Model Regresi yang Terbentuk.....	56
4.2	Pembahasan.....	57
4.2.1	Pembahasan Hipotesis I.....	57
4.2.2	Pembahasan Hipotesis II.....	58
4.2.3	Pembahasan Hipotesis III.....	59
4.2.4	Pembahasan Tentang Pengaruh Dari Variabele kontrol..	59
BAB V PENUTUP		
5.1	Kesimpulan.....	64
5.2	Keterbatasan Penelitian.....	65
5.3	Implikasi Untuk Penelitian Selanjutnya.....	65
DAFTAR PUSTAKA.....		66
LAMPIRAN.....		69



DAFTAR GAMBAR

1. Gambar 2.1 : Pengaruh *Leverage*, Pendekatan NI, NOI, dan Tradisional
2. Gambar 3.1 : Kriteria Sampling Dan Jumlah Sampel
3. Gambar 3.2 : Model Penelitian



DAFTAR TABEL

1. Tabel 4.1 : Statistik Deskriptif
2. Tabel 4.2 : Hasil Uji Normalitas
3. Tabel 4.3 : Hasil Uji Multikolinearitas
4. Tabel 4.4 : Hasil Uji Regresi



DAFTAR LAMPIRAN

1. Lampiran 1 : Hasil Seleksi Data
2. Lampiran 2 : Hasil Uji SPSS



KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas rahmat dan hidayah-Nya dengan dapat terselesaikannya peyusunan skripsi dengan judul “PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DALAM MENGONTROL KONFLIK KEAGENAN (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEJ Periode 2002-2004)”.

Penulisan skripsi ini bertujuan memenuhi salah satu syarat dalam mencapai derajat Sarjana Ekonomi pada Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan laporan ini tidak terlepas dari bimbingan, dorongan, serta doa dari berbagai pihak. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terima kasih kepada :

1. Bapak Roekhudin, SE, Msi, Ak selaku Ketua Jurusan Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya.
2. Ibu Sari Atmini., SE., Msi., selaku Dosen Pembimbing yang telah meluangkan waktu dan memberikan bimbingan demi kesempurnaan skripsi ini.
3. Ibu Tubandriyah Herawati, SE, Ak selaku Dosen Penguji I.
4. Ibu Endang Mardiati., SE., Msi., Ak selaku Dosen Penguji II.
5. Segenap Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang, terima kasih atas ilmu serta bimbingannya yang telah diberikan kepada penulis.
6. Bpk Suprpto, Bpk Andi, Ibu Sri Wuryani, Mbak Ainun, dan segenap staff Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.

7. Kedua orangtua-koe tercinta serta adikku atas doa dan segenap kasih sayang yang telah diberikan kepada penulis dengan tulus dan ikhlas.
8. Buat temen-temen dikontrakan Sentani makasih banyak buat masukan dan dukungannya.....
9. Cecep, Agus, Amek, Adit, Dian thank's buat dukungan yang telah diberikan.
10. Teman-teman Akuntansi seluruh angkatan dan semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Penulis menyadari bahwa penyusunan skripsi ini masih jauh dari sempurna. Untuk itu penulis mengharapkan saran dan kritik yang membangun.

Semoga laporan ini dapat bermanfaat bagi kita semua. Amin.



Malang, 25 Juli 2006

Penulis

LAMPIRAN 2 (hasil uji SPSS)

1. Statistik deskriptif

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DR	87	.051	99.784	35.82090	23.199884
Manajerial	87	.000	25.780	2.69552	6.802280
Penyebaran	87	6.700	57.240	36.43046	12.013004
Institusional	87	.500	98.080	63.09494	23.682530
Valid N (listwise)	87				

2. Hasil Uji Asumsi Klasik

a. Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	DR	Penyebaran	Institusional	Size	Asset	Profitabilitas	Pajak
N	87	87	87	87	87	87	87
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	36.43046	63.09494	28.03164	.40964	.14107	-9.58230
	Std. Deviation	12.013004	23.682530	1.566114	.224632	.152209	.910117
Most Extreme Differences	Absolute	.063	.129	.117	.075	.139	.192
	Positive	.063	.102	.070	.075	.139	.192
	Negative	-.062	-.129	-.117	-.075	-.081	-.184
Kolmogorov-Smirnov Z		.590	1.200	1.093	.704	1.301	1.790
Asymp. Sig. (2-tailed)		.877	.112	.183	.704	.068	.331

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

b. Hasil Uji Gejala Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Manajerial	.733	1.364
	Penyebaran	.759	1.318
	Institusional	.832	1.202
	DPR	.746	1.341
	Size	.265	3.775
	Asset	.756	1.323
	Profitabilitas	.802	1.247
	Pajak	.273	3.662

a. Dependent Variable: DR

Collinearity Diagnostics

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions								
				(Constant)	Manajerial	Penyebaran	Institusional	DPR	Size	Asset	Profitabilitas	Pajak
1	1	7.279	1.000	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00
	2	.612	3.448	.00	.23	.00	.01	.02	.00	.06	.17	.00
	3	.479	3.897	.00	.09	.00	.00	.15	.00	.00	.52	.00
	4	.347	4.582	.00	.32	.00	.00	.48	.00	.02	.07	.00
	5	.142	7.153	.00	.03	.11	.03	.07	.00	.72	.13	.00
	6	.084	9.313	.00	.02	.04	.92	.04	.00	.00	.01	.00
	7	.052	11.817	.00	.28	.81	.02	.02	.00	.14	.02	.01
	8	.004	42.809	.28	.02	.03	.01	.00	.00	.05	.00	.28
	9	.001	116.383	.72	.00	.01	.00	.21	1.00	.00	.08	.71

a. Dependent Variable: DR

c. Hasil Uji Gejala Autokorelasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.606 ^a	.367	.302	.193848	1.923

a. Predictors: (Constant), Pajak, Profitabilitas, DPR, Penyebaran, Asset, Institutional, Manajerial, Size

b. Dependent Variable: DR

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.02079	.70266	.35822	.140572	87
Residual	-.480267	.707699	.000000	.184611	87
Std. Predicted Value	-2.400	2.450	.000	1.000	87
Std. Residual	-2.478	3.651	.000	.952	87

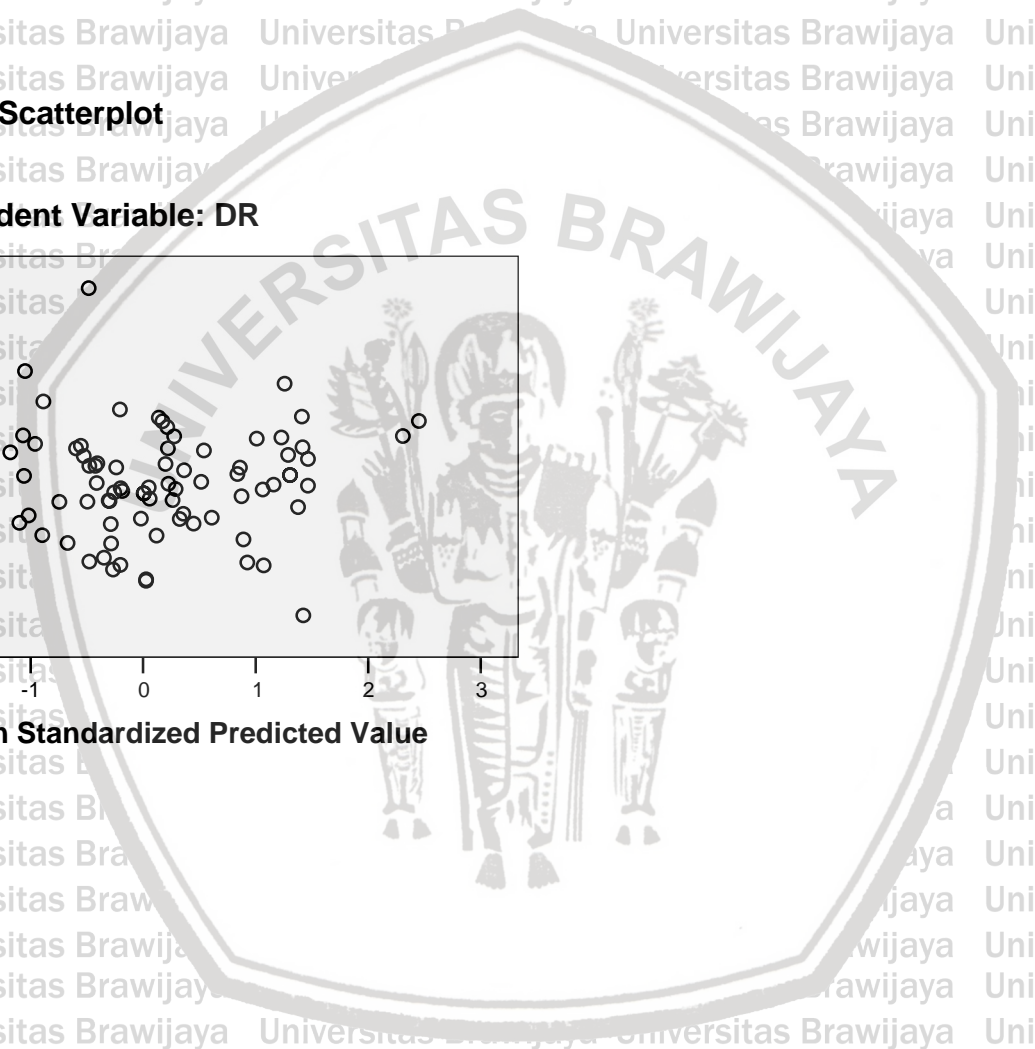
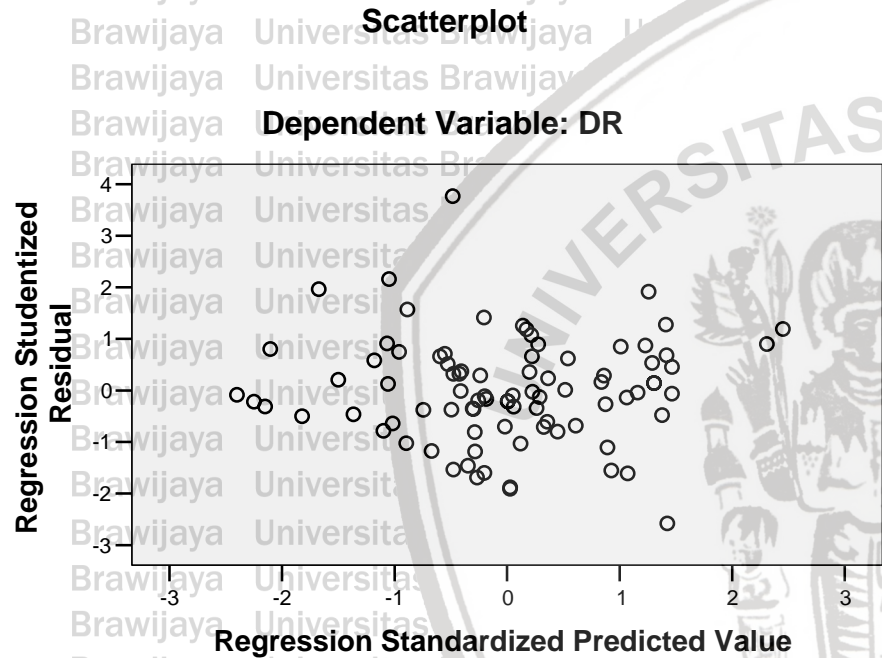
a. Dependent Variable: DR

d. Hasil Uji Gejala Heteroskedastisitas

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.02079	.70266	.35822	.140572	87
Std. Predicted Value	-2.400	2.450	.000	1.000	87
Standard Error of Predicted Value	.035	.136	.059	.019	87
Adjusted Predicted Value	-.04134	.65931	.35723	.149296	87
Residual	-.480267	.707699	.000000	.184611	87
Std. Residual	-2.478	3.651	.000	.952	87
Stud. Residual	-2.578	3.768	.003	1.013	87
Deleted Residual	-.520146	.753727	.000984	.211393	87
Stud. Deleted Residual	-2.678	4.139	.006	1.038	87
Mahal. Distance	1.741	41.406	7.908	7.044	87
Cook's Distance	.000	.420	.018	.054	87
Centered Leverage Value	.020	.481	.092	.082	87

a. Dependent Variable: DR



3. Hasil Uji Regresi:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.606 ^a	.367	.302	.193848

a. Predictors: (Constant), Pajak, Profitabilitas, DPR, Penyebaran, Asset, Institusional, Manajerial, Size

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.699	8	.212	5.653	.000 ^a
	Residual	2.931	78	.038		
	Total	4.630	86			

a. Predictors: (Constant), Pajak, Profitabilitas, DPR, Penyebaran, Asset, Institusional, Manajerial, Size

b. Dependent Variable: DR

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.9987	.454		
	Manajerial	.0037	.049	.008	.940
	Penyebaran	-.0002	.002	-.008	.935
	Institusional	-.0029	.001	-.299	.303
	DPR	-.1348	.049	-.285	.008
	Size	.0684	.026	.461	.010
	Asset	-.1564	.107	-.151	.148
	Profitabilitas	-.2854	.153	-.187	.067
	Pajak	.0578	.044	.227	.192

a. Dependent Variable: DR