

658.1526
MAN
2 9

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG
PERUSAHAAN PADA INDUSTRI KEUANGAN
YANG *GO PUBLIC* DI BEJ TH. 1999 – 2002
Sebuah Pendekatan *Agency Theory***



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Oleh :

**ABDUL MANAN
NIM. C 4A 002240**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2004**



Sertifikat

UPT-PUSTAK-UNDIP
No. Daft: 2335/Abm/04
Tgl. : 23 Feb 05

Saya, *Abdul Manan*, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Abdul Manan
06 Agustus 2004

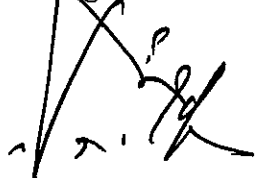
PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa draft tesis berjudul :

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG
PERUSAHAAN PADA INDUSTRI KEUANGAN YANG
GO PUBLIC DI BEJ TH. 1999 – 2002**
Sebuah Pendekatan Theory Agency

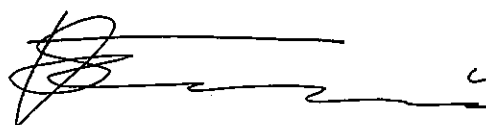
yang disusun oleh Abdul Manan, NIM C4A002240
telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 23 Agustus 2004
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



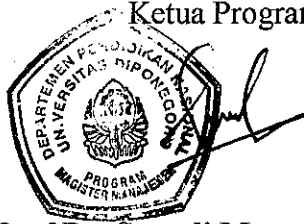
DR. H.M Chabachib, MSi,Akt

Pembimbing Anggota



DR. Noor Hamid Ustadi, MSi,Akt

Semarang, 23 Agustus 2004
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof.Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

The purpose of this research is to analyze factors inducing company's debt policies from Agency Theory point of view. The Ownership factor and other factors inducing debt, namely dividend, firm size, growth, asset, structure, earning volatility, stock volatility, are analyzed in this research. The research is derived from Jensen and Meckling, (1976), Moh'd. et.al., (1998) and Wahidahwati, (2002). The Elaboration of this premise begins with the arising of ownership conflicts which then occurring agency cost, and how to minimize such conflicts using ownership mechanism by management. Management ownership is one of variables in determining company financing, since the present of company debt will induce management in making finance decisions. This is a kind of supervising toward management and also analyzes of other inducing factors on financing policies.

Hypothesis test use multiple linier regression analysis. The research is carried out at financial industries that have been go public and listing at Jakarta Stock Exchange during 1999 – 2002 periods. Cousits of something, Banking, Credit Agencies Other than Bank, Securities and Insurance. Agree with of research analyze, this research use secondary data is based to Indonesian Capital Market Directory.

The results show that the managerial ownership is not significantly induce on debt policies, even the direction is accordance with the theory. Insitutional ownership, shareholders dispersion, firm size, growth, assets structure, earning volatility have significant effect on debt. While dividend and stock volatility do not effect on company's debt. In this research, correlation coefficients are in line with theory and prior researches.

Key Words: *Managerial ownership, Institutional ownership, Shareholders dispersion, Dividend, Firm size, Growth, Assets, Earning volatility, stock volatility, Debt.*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan ditinjau dari Teori Keagenan. Faktor kepemilikan dan faktor-faktor lainnya yang berpengaruh terhadap hutang yaitu dividend, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur asset, *earning volatility*, *stock volatility*, dianalisis dalam penelitian ini. Penelitian ini dikembangkan dari penelitiannya Jensen dan Meckling (1976), Moh 'd et al (1998) dan Wahidahwati (2002). Pembahasan pada tesis ini dimulai dari terjadinya konflik kepemilikan yang akhirnya menimbulkan biaya keagenan, serta cara meminimumkan konflik tersebut dengan mekanisme kepemilikan saham oleh manajemen. Kepemilikan manajemen merupakan salah satu variabel dalam penentuan pendanaan perusahaan, sebab dengan adanya hutang perusahaan akan mempengaruhi manajemen dalam mengambil keputusan *finance*, yang mana hal ini merupakan salah satu bentuk pengawasan terhadap manajemen. Dan juga analisa terhadap faktor-faktor lainnya yang berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan.

Pengujian hipotesis ini menggunakan analisis regresi linier berganda, setelah model tersebut bebas dari pelanggaran asumsi klasik. Penelitian ini dilakukan pada industri keuangan yang *go public* dan *listing* di Bursa Efek Jakarta pada periode 1999-2002, yang meliputi sector perbankan, pembiayaan, securitas, dan asuransi. Sesuai dengan jenis data yang dianalisis, penelitian ini menggunakan data sekunder yang didasarkan pada Indonesian Capital Market Directory.

Dari hasil penelitian ini diperoleh hasil bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang, walaupun arah hubungannya sesuai dengan teori. Kepemilikan institusi, penyebaran saham, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur asset, *earning volatility* berpengaruh signifikan terhadap hutang. Sedangkan dividen dan *stock volatility* tidak mempunyai pengaruh terhadap hutang perusahaan. Dalam penelitian ini koefisien korelasi searah dengan teori dan penelitian sebelumnya.

Kata Kunci : Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi, Penyebaran Kepemilikan, Dividend, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan, Asset, *Earning volatility*, *Stock volatility*, Hutang.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah SWT atas karunia dan rahmat atas nikmat-Nya yang telah dilimpahkan sehingga peneliti mampu menyelesaikan penulisan tesis yang berjudul "*Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Pada Industri Keuangan yang Go Publik Di BEJ 1999-2002*" Sebuah pendekatan *Agency Theory*, dapat terselesaikan dengan baik. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk syarat menyelesaikan Program Pascasarjana pada Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan penulisan serta pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik yang membangun, dan segala arahan untuk perbaikan dan kesempurnaan tulisan ini.

Selama menyelesaikan tesis ini peneliti banyak mendapat bantuan dan dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini peneliti ingin mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya atas bantuan yang telah diberikan, yaitu kepada;

1. Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo Selaku Direktur Program studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. DR. H.M.Chabachib MSi. Akt. Selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga, disela-sela kesibukan yang padat kepada penulis sehingga terselesaikannya tesis ini.

3. DR. Noor Hamid Ustad MSi. Akt. Selaku dosen pembimbing anggota yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga, sehingga selesainya tesis ini.
4. Drs H.Syuhada Sofian MSIE, Dra. Irene Rini DP,ME atas bantuan dan arahnya.
5. Staff pengajar dan staff administrasi MM UNDIP atas atas kerja sama yang baik selama masa proses belajar mengajar.
6. Bapak dan Ibu atas doa dan restunya yang tulus.
7. Istriku Wiyanti LR dan Si-kecil Hasna atas pengertian dan waktunya yang tersita oleh kesibukan.
8. Rekan-rekan angkatan XIX MM UNDIP yang selalu *gila* dalam mendukung dengan semangat

Akhirnya penulis berharap semoga karya sederhana ini dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang memerlukan

Semarang, Agustus 2004



Abdul Mahan

DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Halaman Persetujuan/Pengesahan.....	ii
Surat Pernyataan Keaslian Tesis.....	iii
Abstraksi.....	iv
Kata pengantar.....	v
Daftar Isi.....	vi
Daftar Tabel.....	vii
Daftar Gambar.....	viii
BAB I : PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	5
1.3. Tujuan Penelitian.....	7
1.4. Kegunaan Penelitian.....	7
BAB II : TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL.....	8
2.1. Teori Agensi.....	8
2.2. Pendekatan Untuk Meminimumkan Agency Problem.....	11
2.3. Struktur Kepemilikan.....	14
2.4. Penelitian-Penelitian Terdahulu.....	15
2.5. Pengembangan Kerangka Pemikiran Teoritis.....	22
2.5.1. Pengaruh Managerial Ownership Terhadap Rasio Hutang.....	22

2.5.2. Pengaruh Institutional Ownership Terhadap Rasio Hutang.....	25
2.5.3. Pengaruh Shareholder Dispersion Terhadap Rasio Hutang.....	26
2.5.4. Pengaruh Dividend Terhadap Rasio Hutang.....	26
2.5.5. Pengaruh Firm Size Terhadap Rasio Hutang.....	27
2.5.6. Pengaruh Pertumbuhan/Growth Terhadap Rasio Hutang.....	28
2.5.7. Pengaruh Structure Assets Terhadap Rasio Hutang.....	28
2.5.8. Pengaruh Earning Volatility Terhadap Rasio Hutang.....	29
2.5.9. Pengaruh Stock Volatility Terhadap Rasio Hutang.....	29
2.6. Definisi Operasional Variabel.....	32
BAB III : METODE PENELITIAN.....	38
2.7. Populasi dan Penentuan Sampel.....	38
2.8. Jenis Dan Sumber Data.....	38
2.9. Metode Pengumpulan Data.....	39
2.10. Teknik Analisis.....	39
2.11. Pengujian Asumsi Klasik.....	40
2.12. Pengujian Hipotesis.....	44
BAB IV : PEMBAHASAN DAN ANALISIS DATA.....	49
4.1. Gambaran Umum Dan Data Diskriptif.....	49
4.1.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	49
4.1.2. Data Deskriptif.....	51
4.2. Pembahasan Dan Hasil Analisis	52
4.2.1. Pengujian Asumsi Klasik.....	52

4.2.1.1. Uji Normalitas Data.....	53
4.2.1.2. Uji Multikolinearitas.....	56
4.2.1.3. Uji Heteroskedastisitas.....	58
4.2.1.4. Uji Auto Korelasi.....	60
4.2.2. Pengujian Hipotesis.....	62
4.2.2.1. Pengujian Secara Simultan.....	64
4.2.2.2. Pembahasan Hipotesis Managerial Ownership.....	65
4.2.2.3. Pembahasan Hipotesis Institusional Ownership.....	65
4.2.2.4. Pembahasan Hipotesis Shareholders Dispersion.....	66
4.2.2.5. Pembahasan Hipotesis Dividend.....	67
4.2.2.6. Pembahasan Hipotesis Firm Size.....	68
4.2.2.7. Pembahasan Hipotesis Growth.....	68
4.2.2.8. Pembahasan Hipotesis Structure Assets.....	69
4.2.2.9. Pembahasan Hipotesis Ernvolt.....	70
4.2.2.10. Pembahasan Hipotesis Stocvolt.....	71
BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN.....	73
5.1. Kesimpulan.....	73
5.2. Implikasi Kebijakan.....	75
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	77
5.4. Agenda Penelitian Mendatang.....	77

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1.	Penelitian-Penelitian terdahulu.....	18
Tabel 3.1.	Durbin-Watson	44
Tabel 4.1.	Daftar Sampel Penelitian.....	50
Tabel 4.2.	Data Descriptive Statistics.....	51
Tabel 4.3.	Hasil Uji Multikolinearitas.....	57
Tabel 4.4.	Hasil Uji Auto korelasi.....	61
Tabel 4.5.	Nilai Uji Durbin-Watson.....	61
Tabel 4.6.	Hasil Regresi Berganda Untuk Uji F.....	63
Tabel 4.7.	Hasil Regresi Berganda Untuk Uji t.....	63

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1.	Kerangka Pemikiran Teoritis.....	30
Gambar 4.1.	Histogram Dependent Variable.....	55
Gambar 4.2.	Normal P-P Plot.....	55
Gambar 4.3.	Scatterplot.....	59

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham Gapenski, 1996). Namun pihak manajemen atau manager perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut, sehingga timbul konflik kepentingan antara manager dan pemegang saham. Struktur kepemilikan pada suatu perusahaan bisa dipandang dari dua sudut yaitu kepemilikan dalam perusahaan (kepemilikan manajemen/*managerial ownership*) dan kepemilikan luar perusahaan (kepemilikan institusional/*institutional ownership*).

Agency Theory sebagai penjelasan yang memungkinkan variasi yang diamati dalam struktur modal perusahaan. Jensen and Meckling, (1976) menyarankan bahwa keputusan struktur modal dari manager sama dengan menyeimbangkan biaya *agency* hutang dengan biaya *agency* modal untuk menekan dampak pada nilai perusahaan. Konflik antara pengelola perusahaan dengan pemegang saham telah menjadi studi yang menarik perhatian para peneliti. Ketika pemegang saham kesulitan memonitor pengelola perusahaan, maka asset perusahaan dapat saja digunakan untuk kepentingan pengelola dari pada memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa salah satu cara untuk mengatasi masalah tersebut adalah dengan memberikan sebagian kepemilikan kepada pengelola. Cara ini akan turut pula

membantu memecahkan masalah *moral hazard* dengan melakukan penyalarsan antara kepentingan pengelola dengan kepentingan pemegang saham. Dalam *Agency Theory* dinyatakan bahwa ada konflik perilaku antara kepentingan pemegang saham dari luar dan manajer perusahaan yang mengakibatkan kemungkinan bahwa manajer bisa membuat keputusan suboptimal yang memperbaiki kesejahteraan mereka sendiri dengan mengorbankan dari pemegang saham.

Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen and Meckling, 1976). Penyebab konflik antara manager dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan 1) aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan 2) pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Ada beberapa alternative untuk mengurangi *agency cost* yaitu, *pertama* dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen sehingga selain manager merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil. Apabila ada kerugian yang timbul, dari pengambilan keputusan tersebut, maka sebagai konsekuensi manager juga akan merasakan akibatnya pula. Kepentingan ini akan

mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen and Meckling, 1976). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manager untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manager akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Kedua, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley and Hansen, 1989). *Ketiga*, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen (Jensen, *et.al.*, 1992; Jensen, 1986). *Keempat*, institutional investor sebagai *monitoring agents*. Moh'd *et.al.*, (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investor* dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya, terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah

hutang dan *equity* tetapi juga oleh prosentase kepemilikan oleh manager dan institusional (Jensen and Meckling, 1976). *Manajerial Ownership* dan *Institutional Ownership* dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui hutang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui hutang berarti rasio hutang terhadap *equity* akan meningkat, sehingga pada akhirnya akan meningkatkan resiko.

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan struktur modal perusahaan telah dilakukan banyak peneliti. Penelitian tersebut umumnya menggunakan *managerial ownership* sebagai unsur struktur kepemilikan dan mereka menemukan hasil yang berbeda. Kim and Sorensen, (1986), Agrawal and Mendelker, (1987) dan Mehran, (1992) menemukan hubungan yang positif antara kepemilikan manager dengan *debt ratio* perusahaan, sedangkan Frenn and Hasbrouk, (1988) dan Jensen, *et.al.*, (1992) menemukan hubungan negative antara prosentase saham yang dipegang manager dengan *debt ratio* perusahaan. Moh'd, *et.al.*, (1998) menemukan bahwa struktur kepemilikan saham oleh pihak *external* (institutional) dan kepemilikan saham oleh pihak *internal* (manager) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negative dengan *debt ratio*. Bathala, *et.al.*, (1994) menunjukkan bahwa *institutional investor*, mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negative dengan *debt ratio*.

Selain faktor kepemilikan yang menjadi pertimbangan lain dalam kebijakan pendanaan ada beberapa faktor lain yang dijadikan pertimbangan antara lain adalah besar kecilnya perusahaan, asset perusahaan, resiko bisnis pertumbuhan perusahaan return saham. Perusahaan yang besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal

sehingga memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Sedangkan dengan pertumbuhan yang baik akan menarik investor untuk berinvestasi (Moh'd, *et.al.*, 1998). Dengan asset yang cukup untuk menjamin hutang akan memudahkan investor memberikan pinjaman dana (Myers and Majluf, 1984).

Industri keuangan yang menjadi obyek penelitian ini adalah perusahaan yang *go public* pada bursa efek Jakarta, dimana didalamnya kumpulan beberapa kelompok sektor usaha meliputi perbankan, pembiayaan, asuransi, securities. Dalam berbagai hal industri keuangan ini banyak mendapatkan aturan dari pemerintah baik dalam hal modal dasar ataupun masalah yang lain. Oleh karena itu, dalam penelitian ini juga akan mencoba membuktikan apakah *agency theory* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan pendanaan di industri keuangan pada periode 1999-2002.

1.2. Perumusan Masalah

Perbedaan kepentingan adalah dasar dari timbulnya konflik antara manajemen dan pemilik perusahaan, terutama yang terkait dengan pendanaan. Terjadinya konflik yang ditimbul akibat terjadinya perbedaan kepentingan antara kepemilikan luar dan kepemilikan dalam perusahaan yang terkait dengan kebijakan pendanaan/hutang perusahaan, akan menimbulkan suatu biaya yang digunakan untuk monitoring manajemen perusahaan. Seperti pada uraian *research problem* diatas dan dengan melihat adanya perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh kepemilikan perusahaan terhadap rasio hutang, dari berbagai peneliti antara lain Agrawal and Mendelker, (1987) dan Mehran, (1992) dengan Frennd and Hasbrouk, (1998) dan

Jensen, (1992), Moh'd *et.al.*, (1998), Bathala *et.al.*, (1994), yang menemukan perbedaan hasil penelitian terhadap hubungannya antara struktur kepemilikan terhadap rasio hutang perusahaan, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut.

Bagaimana pengaruh *Managerial ownership*, *Institutional ownership*, *shareholder dispersion*, *dividend payout rasio*, *ukuran perusahaan*, *structure assets*, *Earning volatility*, *Pertumbuhan perusahaan*, dan *Stock volatility*.

1.3. Tujuan Penelitian

1. Menganalisis pengaruh *Managerial ownership* terhadap kebijakan hutang perusahaan.
2. Menganalisis pengaruh *Institutional ownership* terhadap kebijakan hutang perusahaan.
3. Menganalisis pengaruh *shareholder dispersion* terhadap kebijakan hutang perusahaan.
4. Menganalisis pengaruh *dividend payout rasio* terhadap kebijakan hutang perusahaan.
5. Menganalisis pengaruh, *ukuran perusahaan* terhadap kebijakan hutang perusahaan.
6. Menganalisis pengaruh *structure assets* terhadap kebijakan hutang perusahaan.
7. Menganalisis pengaruh *resiko bisnis* terhadap kebijakan hutang perusahaan.

8. Menganalisis pengaruh *pertumbuhan perusahaan* terhadap kebijakan hutang perusahaan.
9. Menganalisis pengaruh *return saham* terhadap kebijakan hutang perusahaan.

1.4. Kegunaan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan maksud agar dapat memberikan nilai guna atau bermanfaat, yang antara lain:

1. Manfaat bagi investor, sebagai pertimbangan dalam membuat keputusan investasi, khususnya pada pemilihan perusahaan, setelah mengetahui perilaku manajemen dalam perusahaan tersebut.
2. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan sebagai bahan pertimbangan bagi manajemen perusahaan sebagai *emiten* dalam mengelola dana dari sumber hutang.
3. Bagi kalangan akademisi, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran bahwa kepemilikan suatu perusahaan akan memiliki implikasi kebijakan manajemen, antara lain dibidang hutang.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. Teori Agensi

Teori ini muncul setelah fenomena terpisahnya kepemilikan perusahaan antara pemegang modal dengan pengelola modal dimana khususnya pada perusahaan besar yang modern. Sehingga teori perusahaan yang klasik tidak bisa lagi dijadikan basis analisis. Pada teori perusahaan klasik, pemilik perusahaan yang berjiwa wiraswasta, mengendalikan sendiri perusahaannya, mengambil keputusan demi kehidupan perusahaan, sehingga yang diharapkan adalah maksimum *profit* sebagai syarat mati untuk bisa bertahan hidup dan berkembang. *Agency theory* menjawab dengan menggambarkan hal-hal apa saja yang berpeluang akan terjadi, manakala pengelolaan perusahaan diserahkan kepada *agent* oleh pemegang saham (*principal*), dan bila mana *agent* menggunakan dana pinjaman dalam menjalankan usahanya perbedaan kepentingan akan dimulai dari sini maka konflik kepentingan akan terjadi baik antara *agent* (*pengelola*) dengan *principal* (pemegang saham) maupun antara *principal* (pemegang saham) dengan *principal* (pemberi pinjaman).

Pada *agency theory* yang disebut *principal* adalah pemegang saham dan yang dimaksud *agent* adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pengertian *principal* dalam *agency theory* adalah pihak-pihak yang menyerahkan sebagian atau seluruh *wealth*-nya untuk dikembangkan oleh pihak lain.

Dalam teori perusahaan klasik, kebutuhan modal dan ketrampilan manajerial perusahaan dipasok oleh satu sumber saja yaitu pemilik yang wiraswasta. Namun dalam *agency theory* kebutuhan perusahaan yang berskala besar, ketrampilan manajerial dipasok oleh pasar tenaga kerja manajerial, kebutuhan modal dipasok oleh pemegang saham (*shareholders*) dan pemberi pinjaman (*debt holders*)

Konflik kepentingan (*the agent will not always act in the best interests of the principal*) tersebut memicu terjadinya biaya agency. Biaya agensi yang timbul dari konflik kepentingan antara pengelola perusahaan (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*) berpotensi menimbulkan jenis biaya agensi sebagai berikut:

1. Biaya akibat ketidakefisienan pengelolaan yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan.
2. Biaya yang timbul akibat pilihan proyek yang tidak sama, jika pilihan tersebut dilakukan oleh pemegang saham karena resiko meruginya tinggi.
3. Biaya yang timbul karena dilakukannya kegiatan monitoring kinerja dan perilaku *agent* oleh *principal* (*monitoring costs*).
4. Biaya yang timbul karena dilakukannya pembatasan-pembatasan bagi kegiatan *agent* oleh *principal* (*bonding costs*).

Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Untuk itu maka manager yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering terjadi adanya konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

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

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap resiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya lebih peduli dengan resiko perusahaan secara keseluruhan. Ada dua (2) alasan yang mendasari menurut Fama, (1980) adalah (1). Bagian substantif dari kekayaan mereka di dalam *specific human capital* perusahaan, yang membuat mereka *non diversifiable*. (2). Manajer akan

terancam reputasinya, demikian juga kemampuan menghasilkan *earning* perusahaan, jika perusahaan menghadapi kebangkrutan.

2.2. Pendekatan Untuk Meminimumkan Agency Problem

Untuk meminimumkan *agency problem* dalam perusahaan, diperlukan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* merupakan biaya yang muncul karena untuk memonitor kegiatan manajer yang berguna meminimumkan tindakan-tindakan manajer yang kurang diinginkan, atau biaya yang muncul karena penggunaan hutang yang melibatkan hubungan antara *stockholders* dan *bondholders* (Brigham and Gapenski, 1996).

Jensen and Meckling, (1976) mendefinisikan *agency cost* sebagai biaya yang terdiri dari tiga komponen; (1) Pengeluaran biaya untuk *monitoring* oleh pemilik/*principal*, (2) Pengeluaran karena penggunaan hutang oleh manajemen/*agency*, (3) dan pengeluaran karena tidak adanya efisiensi/*residual loss*.

Dengan demikian, menurut Jensen and Meckling, (1976) keputusan struktur modal yang dilakukan oleh manajer adalah untuk menyeimbangkan antara *agency cost of debt* dengan *agency cost of equity*. Untuk mengatasi *agency problem* dan mengurangi munculnya *agency cost* tersebut dapat dilakukan dengan beberapa cara yaitu :

1. Dengan cara meningkatkan *insider ownership*. Menurut pendekatan ini *agency problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan (Jensen and Meckling, 1976). Dengan adanya kepemilikan saham,

maka *insider* akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambilnya. Demikian juga kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Sehingga kepemilikan saham merupakan insentif bagi para manajer dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan serta penggunaan *debt* dan *dividend* secara optimal yang pada akhirnya dapat meminimumkan *agency cost*.

2. Pendekatan pengawasan melalui pengawasan penggunaan hutang (*debt*). Pendekatan ini dilakukan melalui penggunaan hutang. Peningkatan penggunaan *debt financing* akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Jensen, (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang, dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian akan menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang juga akan meningkatkan kemungkinan resiko kebangkrutan dan kerugian pekerjaan (*job loss*). Disatu sisi tambahan resiko ini dapat memotifasi para manajer untuk mengurangi biaya-biaya yang tidak perlu dan meningkatkan efisiensi perusahaan (Grossman and Hart, 1982). Disisi lain timbul masalah jika hutang yang tinggi tidak diikuti dengan penggunaan yang hati-hati, karena adanya kecenderungan perilaku *oportunistik* oleh *insider*, sehingga biaya keagenan akan semakin tinggi dan pada akhirnya juga akan merugikan perusahaan
3. Institutional investor ownership sebagai *monitoring agents*. Moh'd, *et.al.*, (1998) mengatakan bahwa bentuk distribusi saham *shareholders dispersion* atau

pemegang saham dari luar (*outsider shareholders*) yaitu institusional investor dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor institusional seperti bank, asuransi, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh institusi lain dalam perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider.

Hal senada juga dinyatakan oleh Bathala, *et.al.*, (1994) bahwa kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investors*) merupakan salah satu *monitoring agents* yang memainkan peran secara aktif dan konsisten didalam melindungi investasi saham yang dipertaruhkan didalam perusahaan. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham.

4. Dengan mekanisme pembayaran dividend.

Dengan menggunakan mekanisme pembayaran dividend, menurut Rozeff, (1982) seperti dikutip oleh Moh'd, *et.al.*, (1998) masalah keagenan dapat diturunkan dengan suatu mekanisme pembayaran dividend. Dividend disini berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, karena menurut Moh'd, *et.al.*, (1998), dengan pembayaran dividend pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka, sehingga akan mengurangi konflik. Tetapi disisi lain

pembayaran dividend juga menimbulkan biaya dari sumber internal perusahaan yang tidak lagi banyak untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan, sehingga mendorong pengelola perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dananya dari pihak *eksternal* guna mengisi kembali dana yang sudah dikeluarkan dalam bentuk dividend.

2.3. Struktur Kepemilikan

Prosentase kepemilikan ditentukan oleh besarnya prosentase jumlah saham terhadap keseluruhan saham perusahaan. Seseorang yang memiliki saham dari suatu perusahaan dapat dikatakan sebagai pemilik perusahaan walaupun jumlah sahamnya hanya beberapa lembar.

Pemegang saham mempunyai hak dan tanggung jawab seperti halnya seorang pemilik perusahaan. Mereka mempunyai hak untuk menentukan arah dan kebijakan umum perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Tentunya hak mereka dibatasi oleh prosentase jumlah saham yang mereka miliki karena berlakunya prinsip "*one share one vote*".

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan. Banyaknya jumlah non eksekutif pada dewan direksi dan fungsi terpisah dari CEO dan pemimpin perusahaan dapat meningkatkan perputaran direktur pelaksana pada perusahaan yang memiliki kinerja buruk. Weisbach, (1988) menyatakan bahwa direktur-direktur yang berasal dari luar perusahaan pada

perusahaan Amerika Serikat memainkan peran yang lebih besar dalam memonitor manajemen perusahaan dari pada direktur yang berasal dari perusahaan itu sendiri.

Frank and Meyers, (1998) menyatakan bahwa perusahaan Jerman dengan kepemilikan yang terkonsentrasi, perwakilan dari dewan pengawas berjalan seiring dengan pemilik saham utama. Sementara itu di Jepang sebagaimana dilaporkan oleh Kaplan and Minton, (1994) bahwa suatu kesepakatan oleh dewan direktur dengan perusahaan selalu diikuti oleh meningkatnya perputaran manajemen puncak.

Konsentrasi pemegang saham dari luar juga dipertimbangkan dalam struktur kepemilikan untuk peran monitoring yang mungkin mereka mainkan yang pertama adalah banyaknya pemegang saham. Rozeff, (1994) berpendapat bahwa makin banyak jumlah pemegang saham makin tersebar kepemilikan, sehingga hubungan negative atau yang tidak signifikan bisa diharapkan antara banyaknya pemegang saham dan tingkat hutang. Kedua menunjukkan pembentukan kepemilikan dari luar dan disertakan untuk menguji prinsip dari Grier and Zychavics, (1994) bahwa investor mungkin mengganti peran disipliner hutang distruktur modal. Variabel ini dijabarkan sebagai persentase saham yang dimiliki oleh *institutional investor*.

2.4. Penelitian – Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang mendasari penelitian ini antara lain penelitiannya Michael C.Jensen and William H Meckling, (1976) yang berjudul "*Theory of The Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*". Menurut Jensen and Meckling, (1976), jika manager mempunyai

kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan, maka mereka akan mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi biaya keagenan. Hasil penelitian tersebut bahwa kepemilikan manajerial berhubungan positif terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Moh'd, *et.al.*, (1998) yang menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal. Sepuluh variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut yang mempengaruhi struktur modal. Dalam penelitian tersebut dihasilkan *Insider ownership, shareholder dispersion, institutional investor* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*. *Dividend payment, Growth, asset risk (intrinsic business risk) profitability* dan *uniqueness* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*. *Firm size, asset structure, asset risk (operating leverage) tax rate, non debt tax shield*, berpengaruh positif terhadap *debt ratio*.

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen, *et.al.*, (1992) yang menguji hubungan antara *insider ownership, debt, dividend policies*, dengan periode penelitian adalah 2 tahun, 1982 dan 1987. Dalam penelitian tersebut *debt ratio* merupakan fungsi dari *insider ownership, business risk, profitability, R&D* dan *fixed asset*. Hasil penelitian ini menemukan adanya hubungan negatif antara prosentase saham yang dimiliki oleh *insider* dengan *debt ratio*. Dengan demikian meningkatnya *insider ownership* dapat mensejajarkan kepentingan *insider ownership* dengan kepentingan para *outsider shareholders* dan mengurangi konflik keagenan. Jika dalam penelitiannya Jansen, *et.al.*, (1992) meneliti *insider ownership, debt, dividend* secara simultan, penelitian ini akan menguji secara masing-masing dari variabel yang akan diteliti.

Penelitian Bathala, *et.al.*, (1994) yang bertujuan untuk meneliti pengaruh *institutional ownership* terhadap *debt policy* dan *managerial ownership* perusahaan. Penelitian ini juga merupakan pengembangan *agency theory* oleh Jensen and Meckling, (1976), dengan menggunakan periode penelitian 1 (satu) tahun, yaitu 1998. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang dan *managerial ownership* berhubungan negatif dengan *institutional investor*. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kehadiran *institutional investor* dalam perusahaan sangat efektif dalam *monitoring* terhadap perilaku manager perusahaan.

Fitri Ismiyanti dan Mamduh M.Hanafi, (2003) menguji persamaan simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, resiko, kebijakan hutang, dan kebijakan dividend. Metode penelitian menggunakan persamaan regresi secara simultan antara variabel-variabel yang saling mempengaruhi. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati, (2002) menggunakan lima variabel control, dan dua variabel independen yang mempengaruhi hutang. Penelitian dilakukan selama 2 (dua) tahun dengan jumlah sample 61 perusahaan manufaktur. *Dividend payout* dan *assets* yang tidak signifikan mempengaruhi *debt ratio* dan tiga variabel lain berpengaruh secara signifikan. Penelitian hubungan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap hutang, menghasilkan hubungan signifikan negatif.

Tabel 2.1
Penelitian-Penelitian Terdahulu

Peneliti	Judul Penelitian	Tujuan Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
M.Jansen GD Solberg T.Zorn 1992	Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies	Menguji Hubungan antara insider ownership, debt dan dividend policy.	<p>Debt, Dividend, Insider Debt</p> <ul style="list-style-type: none"> - Insider (Share held by insider) - Dividend (dividend & operating income) - Business risk(operating income&total asset) - Profitability (operating income&total asset) - R&D(R&D expenses & total asset) - Fixed asset (fixed asset& total asset) <p>Dividend - Insider - Debt - Business risk - Profitability - Growth</p>	<p>Pengaruhnya terjadi hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki oleh insider dengan hutang. Kebijakan insider ownership, debt, dividend yang dikaitkan dengan karakteristik perusahaan mempunyai hubungan yang interdependensi.</p>

Bathala, et al 1994	Managerial Ownership, debt Policy, and the Impact of Institutional Holding; an Agency Perspective	Menguji pengaruh institutional ownership terhadap debt policy dan managerial ownership.	- Investment(expenditure for plant, equipment dan R&D) Institutional ownership, managerial ownership dan debt ratio.	Institutional ownership berpengaruh terhadap managerial ownership dan debt ratio. Meningkatkan kepemilikan oleh institutional investor akan mengurangi insider ownership dan hutang menggantikan mengurangi agency problem.
Moh'd, et.al 1998	The Impact of ownership Structure on corporate Debt policy : A time Series cross-sectional Analysis	Menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal	Insider ownership shareholder dispersion institutional investor dividend payment,growth,firm Size,asset structure,asset risk, profitability,tex rate, non debt tax shield, uniqueness dan debt ratio	Insider ownership, shareholder dispersion, institutional investor negative debt ratio. Dividend payment, Growth, asset risk (intrinsic business risk) dan profitability uniqueness berpengaruh terhadap debt

<p>Syukriy Abdullah 2001</p>	<p>Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Kebijakan Dividend</p>	<p>Tujuan dari penelitian ini menguji pengaruh hubungan kepemilikan manajerial dan struktur modal dan kebijakan dividend secara simultan</p>	<p>Kepemilikan manajerial, Kebijakan hutang, Kebijakan dividend, Ukuran Perusahaan, Resiko bisnis, Profitability.</p>	<p>ratio. Firm size, asset structure, asset risk (operating leverage) tax rate, non debt tax shield, berpengaruh positif terhadap debt ratio.</p> <p>Terdapat hubungan interdependensi diantara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividend dalam kaitannya dengan upaya pengurangan biaya keagenan.</p>
<p>Wahidahwati 2002</p>	<p>Pengaruh Kepemilikan manajerial dan Kepemilikan institusional pada kebijakan hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif theory Agency</p>	<p>Tujuan dari penelitian menguji pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan hutang</p>	<p>Manajerial ownership, institusional ownership deviden payout rasio, ukuran perusahaan serta asset</p>	<p>Manajerial ownership, shareholder dispersion, institutional investor berpengaruh signifikan terhadap debt ratio. Dividend payment, berpengaruh signifikan terhadap debt.</p>

<p>Fitri Ismayanti dan Mamduh Hanafi 2003</p>	<p>Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Resiko, Kebijakan hutang dan Kebijakan Dividen; Analisa Persamaan Simultan</p>	<p>Menguji persamaan secara simultan antara kepemilikan manajerial, institusional, resiko, kebijakan hutang, dan kebijakan dividend</p>	<p>Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Resiko, Kebijakan hutang dan Kebijakan Dividen.</p>	<p>Kepemilikan manajerial mempunyai positif terhadap kebijakan hutang</p>
---	--	---	---	---

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu diatas, penelitian ini akan mengembangkan penelitian sebelumnya dengan menambahkan/memodifikasi variabel-variabel yang mendukung dan juga mengetahui penerapan *agency theory* pada industri keuangan yang *go public* di BEJ. Berbeda dengan penelitian-penelitian terdahulu obyek penelitian ini menggunakan sampel industri keuangan yang mana belum pernah digunakan oleh penelitian terdahulu yang menjadi acuan atau dasar penelitian penulis.

2.5. Pengembangan Kerangka Pemikiran Teoritis

2.5.1. Pengaruh Managerial Ownership terhadap Rasio hutang

Managerial ownership adalah pemilik perusahaan/pemegang saham yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Tingkat kepemilikan manajerial yang semakin rendah artinya semakin sedikit pemegang saham/pemilik yang mengelola perusahaan yang akan menyebabkan meningkatnya masalah keagenan. Hal ini disebabkan karena kontrol mereka terhadap perusahaan menjadi berkurang dan perbedaan kepentingan antara pemilik dengan pengelola semakin besar. Sebaliknya, semakin tinggi tingkat *managerial ownership* yang berarti semakin banyak jumlah pemegang saham/prosentase kepemilikan yang mengelola perusahaan, maka perbedaan kepentingan antara pemilik dengan pengelola semakin kecil dan pemilik akan bertindak dengan lebih hati-hati dalam pengelolaan karena semua resiko atas tindakannya akan ditanggung oleh mereka sendiri. Keadaan ini menyebabkan menurunnya masalah keagenan (Moh'd, *et.al.*, 1995).

Ang, *et.al.*, (2000) menyatakan bahwa pertama, biaya keagenan yang timbul akibat masalah keagenan ini akan tinggi pada perusahaan yang dikelola oleh manajer yang sama sekali tidak memiliki *ekuitas* pada perusahaan tersebut. Kedua, biaya keagenan berhubungan negatif dengan tingkat keikutsertaan pemilik/pemegang saham dalam pengelolaan perusahaan. Dan ketiga, biaya keagenan meningkat seiring dengan bertambahnya jumlah pemegang saham/pemilik yang tidak mengelola perusahaan. Biaya keagenan dapat dikurangi dengan suatu mekanisme pembayaran *dividend*, Rozef, (1982).

Friend and Lang, (1988), menguji struktur modal (*debt ratio*) perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan negative dengan *manajerial ownership*. Ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial didalam perusahaan.

Agrawal and Mandelker, (1987) menguji hubungan antara saham dan opsi yang dipegang oleh manager serta karakteristik dari keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan terutama perubahan dalam *return on asset*. Hasil penelitian tersebut adalah kepemilikan manajerial pada perusahaan yang *varian return*-nya meningkat lebih besar dari pada yang *varian return*nya rendah. Hasil ini menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *debt ratio* dan kepemilikan manajerial.

Bathala, *et.al.*, (1994) menguji pengaruh kepemilikan institutional terhadap *debt ratio* dan *insider ownership* dengan beberapa variabel control. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *insider ownership*, *earning volatility*, *research and development*

and advertising expenses, growth, institutional ownership memiliki hubungan yang negative terhadap *debt ratio*.

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen, *et.al.*, (1992) dengan judul *Simultaneous Determination of Insider ownership, debt dan dividen Policies*, menguji hubungan antara *insider ownership, debt* dan *insider policies*. Hasil penelitian menyatakan bahwa terdapat hubungan negative antara prosentase kepemilikan manajer dengan *debt ratio*. Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan manajemen dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan.

Moh'd, *et.al.*, (1998) melakukan penelitian mengenai pengaruh dari struktur kepemilikan pada kebijakan hutang perusahaan. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan beberapa *variable agency* lainnya mempunyai pengaruh yang signifikan secara bersama-sama.

Augustinus S dan Fauziah Md, (2002) dalam makalahnya dengan judul "*Joint Determination of firm debt, Ownership Structure on Firm's Performance*". Hasil yang dikemukakan bahwa kepemilikan managerial diharapkan menjadi fungsi positif dari resiko yang berkaitan dengan nilai kepemilikan managerial dalam memecahkan konflik antara external shareholder dan manajemen. Penelitian Kim, Lee and Francis, (1988) menemukan bahwa perusahaan yang dengan *insider ownership* yang lebih besar mempunyai kinerja investasi yang lebih baik dari pada perusahaan dengan *insider ownership* yang kecil.

Easterbrook, (1984) dan Saunders, *et.al.*, (1990) menyatakan bahwa jika struktur kepemilikan saham oleh manajemen besar, maka manajemen akan menjadi *risk averse*. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan berkurang dengan semakin meningkatnya kepemilikan saham oleh manager. Dengan semakin meningkatnya kepemilikan oleh *insider*, *insider* akan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic* karena mereka ikut menanggung segala konsekuensi dari tindakannya. Penelitian Kim and Sorensen, (1986), Agrawal and Mandelker, (1997) dan Mehran, (1992) menemukan hasil yang berbeda, yaitu prosentase saham yang dimiliki oleh *insider* berpengaruh positif dengan rasio hutang perusahaan.

2.5.2. Pengaruh Institutional Ownership terhadap Rasio Hutang.

Hasil penelitian Moh'd, *et.al.*, (1998) konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Grier and Zychowicz, (1994) dan Shlefer and Vishry, (1986) yaitu bahwa *institutional ownership* mempunyai pengaruh yang negatif signifikan dengan rasio hutang. Meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional ownership* dapat mengimbangi kebutuhan terhadap penggunaan hutang. Ini berarti bahwa *institutional ownership* dapat menggantikan peran hutang dalam memonitor manajer dalam perusahaan dan mengurangi *agency problem*.

Dengan demikian semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh *institutional ownership* akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin

efektif, karena dapat mengendalikan perilaku *opportunisnik* manajer dan memaksa manajer mengurangi tingkat hutang secara optimal sehingga akan mengurangi *agency cost* (Bathala, *et.al.*, 1994)

2.5.3. Pengaruh Shareholder Dispersion terhadap Rasio Hutang.

Teory yang dikemukakan oleh Jensen and Meckling, (1976) menyatakan bahwa jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan saham akan terpecah dalam prosentase yang kecil. Hal ini menyebabkan kekuatan (*power*) pada pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah. Rozeff, (1982) dalam Moh'd, *et.al.*, (1998) mengatakan bahwa semakin besar jumlah pemegang saham, maka semakin menyebar pula kepemilikan sehingga ada kecenderungan berpengaruh negatif dan tidak signifikan dengan rasio hutang. Sedangkan penelitian Moh'd, *et.al.*, (1998) menemukan bahwa jumlah penyebaran kepemilikan mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang

2.5.4. Pengaruh Dividend terhadap Rasio Hutang.

Rozeff, (1982) berpendapat bahwa pembayaran dividen merupakan bagian dari paket monitoring perusahaan, sehingga perusahaan cenderung membayar dividend yang lebih tinggi ketika orang dalam (*insiders*) memiliki proporsi saham yang lebih rendah. (Wahidahwati, 2002). Rozeff, (1982) dan Easterbrook, (1994) menyatakan bahwa pembayaran dividend pada pemegang saham akan mengurangi

sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividend mirip dengan *monitoring capital market*.

Hasil penelitian Moh'd, *et.al.*, (1998) dan Jansen, *et.al.*, (1992) menyatakan bahwa *dividend paymen* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio*. Penelitian Noronha, *et.al.*, (1996) yang berjudul "*the monitoring rationale for Dividends and the interaction of Capital structure and Dividend decision*". Penelitian ini terutama menitik beratkan pada rasionalitas pengawasan dividend dan interaksi antara keputusan dividend dan struktur modal. Hasil penelitian ini menemukan bahwa pada kondisi *low growth* dan *no blocholder dividend* merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi *agency program*. Dengan demikian akan terjadi interaksi diantara keputusan dividend dan keputusan struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak semua kondisi dividend itu relevan untuk meminimumkan *agency program*.

2.5.5. Pengaruh Firm Size terhadap Rasio Hutang.

Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal, kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapat dana. Banyak penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan menyatakan ada pengaruh positif, ukuran perusahaan terhadap *debt ratio*. Hal ini menunjukkan

bahwa perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar. Hasil Penelitian Moh'd, *et.al.*, (1998), dan Homaifar, *at.al.*, (1994) menemukan bahwa *firm size* mempunyai pengaruh positif terhadap rasio hutang.

2.5.6. Pengaruh Pertumbuhan/Growth terhadap Rasio Hutang.

Myers, (1977) dalam Moh'd, *et.al.*, (1998) menyatakan bahwa pertumbuhan adalah faktor yang ikut menentukan struktur modal perusahaan. Pertumbuhan dilihat dari proxy aktiva. Dengan pertumbuhan perusahaan yang baik secara langsung akan menarik minat investor untuk ikut berinvestasi menamamkan modalnya diperusahaan. Dari hasil penelitian Moh'd, *et.al.*, (1998) menemukan bahwa pertumbuhan berpengaruh positif terhadap rasio hutang.

2.5.7. Pengaruh Structure Assets terhadap Rasio Hutang.

Variable ini berhubungan dengan jumlah kekayaan (*assets*) yang dapat dijadikan jaminan perusahaan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan hutang lebih besar dari pada perusahaan yang struktur aktiva tidak fleksibel. Investor akan selalu memberikan pinjaman bila ada jaminan. Myers and Majluf, (1984) menyatakan bahwa komposisi kolletaral *value of asset* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaan.

Menurut Brigham and Gapenski, (1996) menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang, akan lebih mudah mendapatkan hutang dari pada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Hasil penelitian dari Moh'd, *et.al.*, (1998) menyatakan bahwa *asset structure* mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan *debt ratio*.

2.5.8. Pengaruh Earning Volatility terhadap Rasio Hutang.

Berdasarkan penelitian Bradley, *et.al.*, (1984) ditemukan bahwa *earning volatility* memiliki hubungan yang negatif dengan rasio hutang. Hal ini konsisten dengan penelitian Bathala, *at.al.*, (1994) yang menemukan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara *earning volatility* atau standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak, dengan rasio hutang. Ini menunjukkan bahwa *earning volatility* yang semakin tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan yang merupakan biaya keagenan hutang.

2.5.9. Pengaruh Stock Volatility terhadap Rasio Hutang.

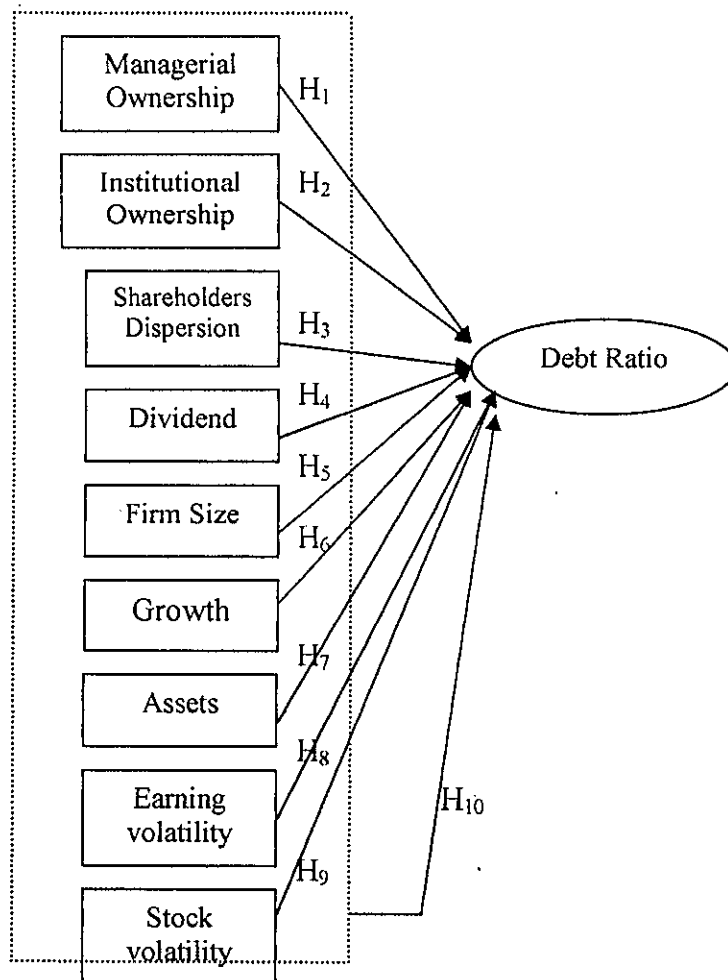
Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa modal manusia akan berkaitan dengan perusahaan (Bathala, *et.al.*, 1994). Manager akan enggan untuk melibatkan kekayaan pribadinya pada perusahaan karena akan mengurangi kesempatan diversifikasi kekayaannya secara optimal. Masalah diversifikasi ini akan semakin besar bila *volatility* saham semakin tinggi, sehingga dapat dikatakan bahwa *volatility* saham memiliki koefisien negatif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan masalah penelitian, konsep teori, serta penelitian terdahulu, kerangka pemikiran teoritis yang disusun untuk memperjelas proses analisis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 2.1

Kerangka Berfikir Teoritis

Hubungan Managerial ownership, Institutional ownership, Shareholders dispersion, Dividend, Firm size, Growth, Assets, Earning volatility, dan Stock volatility terhadap Debt ratio



Sumber : Data Penelitian Yang Diolah.2004

Dengan berbagai temuan empiris dan model yang dikembangkan, maka dapat ditarik hipotesis, sebagai berikut:

- H₁ : Managerial ownership mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negative terhadap kebijakan hutang perusahaan.
- H₂ : Institutional ownership mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negative terhadap kebijakan hutang perusahaan.
- H₃ : Shareholder Dispersion mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negative terhadap kebijakan hutang perusahaan.
- H₄ : Dividend payout ratio mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negative terhadap kebijakan hutang perusahaan.
- H₅ : Ukuran perusahaan (firm size) mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan dengan rasio hutang perusahaan.
- H₆ : Pertumbuhan perusahaan (growth) mempunyai pengaruh yang positif dengan rasio hutang perusahaan.
- H₇ : Asset structure mempunyai hubungan positif dan berpengaruh signifikan terhadap rasio hutang perusahaan.
- H₈ : Earning Volatility mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan dengan rasio hutang perusahaan.
- H₉ : Stock volatility mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan rasio hutang perusahaan.

H₁₀: Managerial, Institutional ownership, Shareholder Dispersion Dividend, firm size, growth, asset structure, Earning Volatility, Stock volatility mempunyai hubungan yang signifikan dengan rasio hutang perusahaan.

2.6. Definisi Operasional Variabel

1. Variabel Debt (DEBT).

Sebagai variabel *dependen*, pengukuran hutang ini memasukkan unsur *wealth* yang dimiliki oleh *non-agent* atau *shareholders* yang bukan *agent*, disinilah letak perspektif keagenan (Crutchley and Hansen, 1989). Kebijakan hutang dilihat dari sisi pemegang saham (*principal*). Semakin banyaknya pemegang saham dengan proporsi kepemilikan yang semakin kecil (tidak ada mayoritas) maka kemampuan *monitoring* pemegang saham tidak efektif, sehingga diperlukan adanya pihak ketiga yang membantu pemegang saham dalam *monitoring* dan *bounding* manajemen, maka masuklah pihak *debtholders* untuk mengurangi *agency cost of equity*. Ditinjau dari *free cash flow hypothesis*, bila perusahaan mempunyai cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan "*perquisites*" atau tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* tersebut demi kepentingannya sendiri. Sumber data variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2002 pada bagian *Summary of Financial Statement*.

Secara matematis rasio dibawah ini digunakan untuk menggambarkan kebijakan hutang perusahaan, diformulasikan sebagai berikut (Jensen, *et.al.*, 1992) :

$$\text{DEBT} = \frac{\text{TD}_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

TD_{it} : Jumlah Total Hutang perusahaan I pada periode t

Total Asset_{it} : Total Asset yang dimiliki perusahaan I pada periode t

2. *Managerial Ownership (MANOW)*.

Sebagai variabel *independent*, *Managerial ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Crutchley and Hansen, 1989). Pengukurannya menggunakan *dummy* untuk menunjukkan adanya kepemilikan manajerial. Mahadwartha, (2002) dalam Fitri, (2003), menemukan bahwa kecenderungan data di Indonesia bersifat binominal (ada atau tidak ada). Hal ini mendukung digunakannya *dummy variable*. Kepemilikan manajerial merupakan *bonding mechanism* yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan antara manajemen dengan pemegang saham (Megginson, 1997) dalam Fitri, (2003). Kekayaan pribadi manajemen yang semakin terkait dengan nilai perusahaan diharapkan akan membuat manajemen untuk bertindak demi meningkatkan nilai perusahaan dengan sendirinya. $D = 1$ untuk perusahaan yang terdapat kepemilikan manajerial dan $D = 0$ untuk perusahaan yang tidak ada

kepemilikan manajerial. Sumber data variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2002 pada bagian *Summary of Financial Statement*.

3. *Institutional ownership (INSOW)*.

Institutional ownership (INSOV), merupakan proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam %. Variable ini akan menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam perusahaan. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar dari pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer, dengan tingkat institusi yang tinggi akan mengurangi agency cost. Institutional ownership merupakan % saham yang dimiliki oleh pihak institusi (Moh'd et.al.,1995). Sumber data variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2002 pada bagian *Summary of Financial Statement*.

4. *Shareholders Dispersion (SHADIS)*.

Shareholder dispersion disimbulkan SHADIS adalah penyebaran saham atau penyebaran kepemilikan saham, pada penelitian ini diukur dengan menggunakan variance dari data prosentase kepemilikan saham. Para pemegang saham dipertimbangkan sebagai kelompok yang mana setiap pemegang saham mewakili satu kelompok. Nilai varian yang kecil menunjukkan bahwa kepemilikan saham semakin menyebar atau tidak terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja. Sebaliknya nilai varian yang besar menunjukkan bahwa kepemilikan saham lebih

terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja. Sumber data variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2002 pada bagian *Summary of Financial Statement*. *Shareholder dispersion* dihitung dengan cara :

$$SHADIS = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n-1}$$

Dimana:

X_i = Prosentase Kepemilikan saham tiap kelompok

\bar{X} = Rata-rata prosentase kepemilikan saham

n = Jumlah data

5. *Dividend (DIVID)*

Dividend (DIVID). Variabel ini merupakan proxy kebijakan dividend perusahaan. Menggunakan dividend adalah suatu cara untuk mengurangi *agency cost of equity*. Pembayaran dividend akan mengurangi *cash flow*. Sumber data variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2002 pada bagian *Summary of Financial Statement*.

$$DIVID = \frac{\text{Dividend per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

6. Firm Size (SIZE)

Firm size (SIZE), yaitu memakai *Natural Log of Total Asset* sebagai proxy dari size. Sumber data variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2002 pada bagian *Summary of Financial Statement*.

7. Growth (GROWTH)

Pertumbuhan (*GROWTH*) diukur dengan tingkat pertumbuhan asset perusahaan. (Baskin, 1989). Sumber data variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2002 pada bagian *Summary of Financial Statement*.

$$GROWTH = \frac{A_{t-1} - A_t}{A_t}$$

Dimana:

A_t = Asset pada tahun t

A_{t-1} = Asset tahun t -1

8. Asset Structure (ASSET)

Asset Structure adalah variabel yang di diukur dengan menggunakan hasil bagi antara aktiva tetap terhadap total aktiva. (Titman and Wessels, 1988 dan Moh'd, *et.al.*,1998). Sumber data variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2002 pada bagian *Summary of Financial Statement*.

9. *Earning Volatility (ERNVOLT)*

Variabel ini merupakan rasio *operating income* terhadap total asset. Variabel ini sebagai proxy untuk mengukur tingkat resiko bisnis dan potensi kebangkrutan perusahaan. Perusahaan yang memiliki *earning volatility* yang tinggi cenderung memiliki rasio hutang yang rendah. Sumber data variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2002 pada bagian *Summary of Financial Statement*.

10. *Stock Volatility (STOCKVOLT)*

Variabel ini merupakan standar deviasi return saham secara tahunan. Sumber data variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2002 pada bagian *Summary of Financial Statement*.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Penentuan Sampel

Sehubungan dengan penelitian ini, maka populasi yang akan diamati adalah kelompok industri Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang melaporkan laporan keuangannya secara lengkap dan dipublikasikan secara umum dari tahun 1999 - 2002. Jumlah populasi penelitian ini berjumlah 57 perusahaan dari berbagai sektor, yaitu perbankan, lembaga pembiayaan, perusahaan efek dan asuransi.

Dalam penelitian ini semua perusahaan yang memenuhi kriteria dimasukkan sebagai sampel penelitian mulai tahun 1999 sampai 2002. Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan; (2) perusahaan yang sahamnya selalu diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta pada periode pengamatan; (3) untuk perbankan, tidak termasuk bank rekap. Adapun sample yang memenuhi kriteria sebanyak 34 perusahaan dari tahun 1999 sampai 2002.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data tersebut diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan selama periode penelitian 1999-2002. Dalam penelitian ini data yang digunakan meliputi *managerial ownership*,

institutional ownership, long term debt, dividend payout, total asset, operating income, fixed asset, penjualan, jumlah modal saham, harga saham, pertumbuhan perusahaan.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dengan metode dokumentasi. Metode dokumentasi adalah metode dimana data diambil dari catatan, buku, surat kabar, majalah (Nur dan Supomo,1999). Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu dengan melakukan studi pustaka. Sesuai dengan jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini yaitu data sekunder. Maka pengumpulan data didasarkan pada data *Indonesian Capital Market Directory* serta laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan.

3.4. Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan teknik regresi berganda dengan bantuan program computer SPSS untuk menguji pengaruh variable *MANOW, INSOW, SHADIS, DIVID, SIZE, GROWTH, ASSET, ERNVOLT, STOCVOLT*, terhadap variable *DEBT*. Model penelitian ini dapat ditulis sebagai berikut :

$$DEBT\ RASIO = b_0 + b_1(MANOW) + b_2(INSOW) + b_3(SHADIS) + b_4(DIVID) + b_5(SIZE) + b_6(GROWTH) + b_7(ASSET) + b_8(ERNVOLT) + b_9(STOCVOLT) + e$$

Dimana :

β = Intersep

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_9$ = Koefisien perubahan nilai tiap variable independen

e = Error

MANOW = Manajerial ownership, pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan

INSOW = Institutional ownership, porsisaham yang dimiliki institusi diluar perusahaan

SHADIS = Penyebaran kepemilikan saham

DIVID = Rasio pembayaran dividen

SIZE = Memakai Natural Log of Total Aktiva sebagai proxy dari size

GROWTH = Tingkat pertumbuhan asset perusahaan

ASSET = Total aktiva tetap

ERNVOLT = Rasio operating income terhadap total asset (proxy untuk mengukur tingkat resiko bisnis dan potensi kebangkrutan).

STOCVOLT = Standar diviasi return saham secara tahunan.

Analisis regresi berganda baik secara parsial maupun secara simultan/bersama-sama dilakukan setelah model regresi linier berganda bebas dari pelanggaran asumsi kalsik.

3.5. Pengujian Asumsi Klasik

Secara teoritis penggunaan model regresi linier berganda dalam menguji hipotesis akan menghasilkan nilai parameter model penduga yang sah bila dipenuhi

asumsi klasik (Gujarati, 1995). Pengujian asumsi klasik pada penelitian ini meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi (Gujarati, 1995).

1. Normalitas

Uji normalitas ini bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variable dependen, variable independent keduanya memiliki distribusi data yang normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah metode dengan distribusi data yang normal atau mendekati normal. Grafik Normal P-P Plot dapat digunakan untuk mendeteksi normalitas yang membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal.

Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal dan plotting data akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Jika data menyebar (titik-titik) jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal maka model regresi tidak memenuhi asumsi Normalitas (Ghozali, 2001).

2. Multikolinearitas

Multikolinearitas merupakan keadaan yang mana terdapat korelasi antara tiga atau lebih variable dependen. Adanya multikolinearitas ini akan mengurangi kemampuan dari variable independent untuk memprediksi (Hair, *et al.*, 1995).

Nilai koefisien korelasi dapat digunakan untuk melihat ada tidaknya multikolinieritas. Sebagai *rule of thumb*, nilai koefisien korelasi yang lebih dari 0.9 menunjukkan bahwa ada multikolinieritas yang besar dalam model penelitian (Gujarati, 1995). Ada tidaknya multikolinieritas juga dapat dilihat dari nilai Tolerance (TOL) dan Variance Inflation Faktor (VIF), (Hair, *et.al.*, 1995; Gujarati, 1995)

Nilai TOL berkebalikan dengan VIF. Tolerance adalah besarnya variasi dari satu variable independent yang tidak dijelaskan oleh variable independent lainnya. Sedangkan VIF menjelaskan derajat suatu variable independent dijelaskan oleh variable independent lainnya (Hair, *et.al.*, 1995). Jika nilai TOL lebih besar dari 0.1 maka tidak terdapat multikolinieritas diantara variable independent (Hair, *et.al.*, 1995). Sedangkan untuk nilai VIF, menurut Gujarati, (1995) sebagai *rule of thumb* nilai VIF yang lebih besar dari 10 menunjukkan belum ada kolinearitas yang tinggi diantara *variable independent*.

Apabila terjadi multikolinieritas ada beberapa cara untuk memperbaikinya yaitu :

- a. Transformasi variable merupakan salah satu cara mengurangi hubungan linier diantara variable bebas. Transformasi dapat dilakukan dalam bentuk *logaritma natural* dan bentuk *first difference* atau *delta*.
- b. Keluarkan satu atau lebih variable bebas yang mempunyai korelasi yang tinggi dari model regresi dan identifikasikan variable bebas lainnya untuk membantu prediksi

- c. Gunakan model dengan variable bebas yang mempunyai korelasi tinggi hanya semata-mata untuk prediksi tidak untuk menginterpretasikan koefisien regresinya.
- d. Gunakan korelasi sederhana antara setiap variabel bebas dan variabel terikatnya untuk memahami hubungan variabel bebas dan variabel terikat.

3. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas muncul apabila kesalahan atau residual dari model yang diamati tidak memiliki varian yang konstan dari satu observasi ke observasi lainnya. Artinya setiap observasi memiliki *reabilitas* yang berbeda akibat perubahan kondisi yang melatar belakangi tidak terangkum dalam spesifikasi model. Heteroskedastisitas lebih sering muncul pada data *cross section* disbanding pada data *time series* (Kuncoro, 2001).

4. Autokorelasi

Menurut Kuncoro, (2001) autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena adanya korelasi antara residual tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Autokorelasi sering muncul pada penggunaan data *time series*. Hal ini karena gangguan dari satu observasi mempengaruhi observasi pada periode berikutnya.

Salah satu cara untuk mendeteksi autokorelasi adalah dengan menggunakan Durbin-Watson (d), (Gujarati, 1995). Nilai d yang menunjukkan ada tidaknya

autokorelasi disajikan pada tabel. Untuk mendapatkan angka d_l (lower bond) dan d_u (upper bond) dapat dilihat pada Table Durbin-Watson (D-W) pada buku statistik yang relevan. Dari table dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi apabila nilai d adalah $d_u < d < 4 - d_u$.

Tabel : 3.1
Durbin – Watson (D-W)

Hipotesis Nol (H_0)	Keputusan	Nilai d	Kesimpulan
Tidak ada autokorelasi positif	Tidak terima H_0	$0 < d < d_l$	Terdapat autokorelasi positif dalam model regresi
Tidak ada autokorelasi positif Tidak ada autokorelasi negatif	Tidak ada Keputusan Tidak Terima H_0	$d_l \leq d \leq d_u$ $4 - d_l < d < 4$	Tidak ada keputusan Terdapat autokorelasi negatif dalam model regresi
Tidak ada autokorelasi negatif Tidak ada autokorelasi baik positif maupun negatif	Tidak ada Keputusan Terima H_0	$4 - d_u \leq d \leq 4 - d_l$ $d_u < d < 4 - d_u$	Tidak ada keputusan Tidak terdapat autokorelasi dalam Model Regresi

3.6. Pengujian Hipotesis

a. Uji F-Statistik

Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah variabel *independent* yang digunakan dalam model penelitian mempunyai pengaruh secara simultan/bersama-sama terhadap variabel *dependen*.

Langkah-langkahnya sebagai berikut :

1. Merumuskan hipotesis

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_9 = 0$: Artinya secara bersama-sama tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel X (*variable independent*) terhadap variabel (*variable dependen*).

$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \beta_9 \neq 0$: Artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel Xn (*variable independent*) terhadap variabel Y(*variable dependen*).

- Menentukan signifikansi sebesar 5% dan degree of freedom (df)_{numerator} (= k-1) dan (df)_{denominator} untuk menentukan nilai f_{table} .
- Menghitung nilai f dengan rumus sebagai berikut:

$$f_{hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)} \quad (\text{Gujarati, 1995})$$

Dimana :

R^2 : Koefisien determinasi/Explained Sum Squares (ESS)

$1-R^2$: Residual Sum Squares

n : Jumlah pengamatan.

K : Jumlah Variabel

4. Kesimpulan

- H_0 ditolak jika $f_{hitung} > f_{table}$
 H_0 diterima jika $f_{hitung} < f_{table}$

- Apabila tingkat signifikansi f_{hitung} lebih kecil ($<$) dari taraf signifikansi yang telah ditetapkan (α ; 0,05) maka secara simultan/bersama-sama *variable independent* tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap *variable dependend*. (H_0 ditolak). Atau apabila $\alpha < p \text{ value} = H_0$ ditolak.

b. Uji t-Statistik

Uji t dilakukan pada pengujian hipotesis secara parsial, untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh variabel *independent* secara individu terhadap variabel *dependen*.

Langkah-langkahnya sebagai berikut :

1. Merumuskan hipotesis

$H_0 : \beta_i = 0$: Artinya tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel X_n (*variable independent*) terhadap variabel Y (*variable dependen*).

$H_1 : \beta_i \neq 0$: Artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel X_n (*variable independent*) terhadap variabel Y (*variable dependen*).

2. Menentukan signifikansi sebesar 10% dan *degree of freedom* ($df = n-k$) untuk menentukan nilai t_{table} , yang mana n adalah jumlah pengamatan dan k adalah jumlah variabel.

3. Menghitung nilai t dengan rumus :

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\beta_i}{S_c(\beta_i)} \quad (\text{Gujarati, 1995})$$

Dimana :

β_i : Koefisien perubahan nilai tiap *variable independent*
($\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$).

$S_c(\beta_i)$: Standard deviation koefisien perubahan nilai tiap variabel
independent ($\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$).

4. Kesimpulan

- H_0 ditolak jika $t_{\text{hitung}} > t_{\text{table}}$
 H_0 diterima jika $t_{\text{hitung}} < t_{\text{table}}$
- Apabila tingkat signifikansi t_{hitung} lebih kecil ($<$) dari taraf signifikansi yang telah ditetapkan ($\alpha ; 0,10$) maka secara parsial *variable independent* tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap *variable dependend*. (H_0 ditolak)

c. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi adalah nilai yang mengukur besarnya sumbangan variabel-variabel *independen* secara bersama-sama atau simultan terhadap variasi (naik turunnya) variabel *dependen*. Jadi semakin besar koefisien determinasi, berarti semakin besar variasi dari *variable dependen* yang dapat dijelaskan oleh *variable independen*. Sedangkan variasi dari *variable dependen* yang diakibatkan oleh faktor-faktor lain dapat diterangkan oleh koefisien non determinasi ($1 - R^2$).

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah *variable independen* yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu *variable independen* maka R^2 pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap *variable dependen*. Oleh karena itu banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai adjusted R^2 pada saat mengevaluasi mana model regresi yang baik. Tidak seperti R^2 , nilai adjusted R^2 dapat naik atau turun apabila satu *variable independen* ditambah kedalam model (Ghozali, 2001)

BAB IV

PEMBAHASAN DAN ANALISIS DATA

Setelah semua data obyek penelitian terkumpul, langkah selanjutnya adalah melakukan analisis data. Sebagaimana dikemukakan dimuka, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *variabel independen* terhadap *variabel dependen*.

4.1. Gambaran Umum Dan Data Deskriptif

4.1.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Perusahaan yang menjadi obyek penelitian ini adalah perusahaan kelompok industri keuangan yang sudah *go public* dan tercatat (*listing*) di Bursa Efek Jakarta periode 1999 – 2002. Dari data ICMD diketahui bahwa dari tahun 1999 – 2002, jumlah populasi penelitian ini berjumlah 57 perusahaan dari berbagai sektor, yaitu perbankan, lembaga pembiayaan, perusahaan efek dan asuransi.

Dalam penelitian ini semua perusahaan yang memenuhi kriteria dimasukkan sebagai sampel penelitian. Penelitian ini mulai tahun 1999 sampai 2002. Adapun sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 34 perusahaan dari tahun 1999 sampai 2002. Daftar jumlah sampel tersebut seperti pada Tabel 4.1. Rincian sampel penelitian terdiri dari empat sektor bidang usaha sektor perbankan terdiri dari 15 perusahaan, sektor pembiayaan terdiri 8 perusahaan, securities ada 3 perusahaan dan asuransi 8 perusahaan.

Tabel 4.1
DAFTAR SAMPEL PENELITIAN

NO	KODE	NAMA PERUSAHAAN	KETERANGAN
1	BBCA	BANK CENTRAL ASIA Tbk	PERBANKAN
2	BBIA	BANK BUANA INDONESIA Tbk	
3	BBNI	BANK NEGARA INDONESIA Tbk	
4	BCIC	BANK CIC INTERNASIONAL Tbk	
5	BDMN	BANK DANAMON Tbk	
6	BDPC	BANK DANPAC Tbk	
7	BGIN	BANK GLOBAL INTERNASIONAL Tbk	
8	BNGA	BANK NIAGA Tbk	
9	BNPK	BANK PIKKO Tbk	
10	BVIC	BANK VICTORIA Int'l. Tbk	
11	INPC	INTER PACIFIC BANK Tbk	
12	MAYA	BANK MAYAPADA Tbk	
13	MEGA	BANK MEGA Tbk	
14	NISP	BANK NISP Tbk	
15	PNBN	BANK PAN INDONESIA Tbk	
16	BBLD	BBL DHARMALA FINANCE Tbk	PEMBIAYAAN
17	BFIN	BFI FINANCE INDONESIA Tbk	
18	CFIN	CLIPAN FINANCE INDONESIA Tbk	
19	INCF	INDO CITRA FINANCE Tbk	
20	MITI	SIWANI TRIMITRA Tbk	
21	BHIT	BHAKTI INVESTAMA Tbk	
22	MKDO	MAKINDO Tbk	
23	SMMA	SINAR MAS MULTIARTHA Tbk	
24	PANS	PANIN SEKURITAS Tbk	SECURITIES
25	TRIM	TRIMEGAH SECURITIES Tbk	
26	LPPS	LIPPO SECURITIES Tbk	
27	AHAP	ASURANSI HARTA AMAN P Tbk	ASURANSI
28	ASBI	ASURANSI BINTANG Tbk	
29	ASDM	ASURANSI DAYIN MITRA Tbk	
30	ASRM	ASURANSI RAMAYANA Tbk	
31	LPGI	LIPPO GENERAL INSURANCE Tbk	
32	MREI	MASKAPAI REASURANSI Ind. Tbk	
33	PNIN	PANIN INSURANCE Tbk	
34	PNLF	PANIN LIFE Tbk	

Sumber : ICMD-Data Penelitian yang diolah

4.1.2. Data Deskriptif

Untuk memberi gambaran atau deskripsi data dalam penelitian ini dilakukan analisis deskriptif statistik yang dapat dilihat pada Tabel 4.2.

Tabel 4.2.
Descriptives

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
debt	136	.004	2.266	.71696	.382026
manow	136	.000	1.000	.13235	.340127
insow	136	.000	.994	.67735	.225141
shadis	136	.000	.867	.09075	.133632
divid	136	.000	8.700	.30646	1.017638
size	136	10.134	18.676	13.99916	2.040651
growth	136	-9.273	.904	-.11424	1.364778
asset	136	.000	.272	.03593	.048119
ernvolt	136	.003	3.133	.26999	.392421
stocvolt	136	-.875	3.667	-.14748	.611567
Valid N (listwise)	136				

Sumber : Output SPSS 11.0, Descriptive-Statistics yang diolah

Berdasarkan jumlah sampel tersebut diperoleh gambaran statistic deskriptif yang berfungsi untuk mengetahui karekteristik sampel yang digunakan yang meliputi jumlah sampel, rata-rata, serta tingkat penyimpangan data (*Standard Deviation*). Berdasarkan Tabel 4.2. dapat diketahui bahwa nilai rata-rata tertinggi sebesar 18,676 pada variabel *size* sedangkan rata-rata terendah sebesar -0,11424 pada variabel *growth*. Tingkat penyimpangan tertinggi sebesar 2,040651 ada pada variabel *size* dan penyimpangan terendah sebesar 0,048119 pada variabel *asset*. Jumlah sampel yang masuk dalam proses komputer program SPSS 11.0 sebanyak 136 sampel.

Variabel *Managerial Ownership* nilai maksimum sebesar 1,000, nilai minimum sebesar 0,000 dan standard deviation sebesar 0,340127. Variabel *Institutional Ownership* nilai maksimum sebesar 0,994, nilai minimum sebesar 0,000 dan standard deviation sebesar 0,225141. Variabel *Shadis* nilai maksimum sebesar 0,867, nilai minimum sebesar 0,000 dan standard deviation sebesar 0,133632. Variabel *Dividend* nilai maksimum sebesar 8,700, nilai minimum sebesar 0,000 dan standard deviation sebesar 1,017638. Variabel *Size* nilai maksimum sebesar 18,676, nilai minimum sebesar 10,134 dan standard deviation sebesar 2,040651. Variabel *Growth* nilai maksimum sebesar 0,904, nilai minimum sebesar -9,273 dan standard deviation sebesar 1,364778. Variabel *Assets* nilai maksimum sebesar 0,272 nilai minimum sebesar 0,000, dan standard deviation sebesar 0,048119. Variabel *Ernvolt* nilai maksimum sebesar 3,133 nilai minimum sebesar -0,003, dan standard deviation sebesar 0,392421. Variabel *Stocvolt* nilai maksimum sebesar 3,667 nilai minimum sebesar -875, dan standard deviation sebesar 0,611567. Sedangkan variabel *Debt* nilai maksimum sebesar 2,266 nilai minimum sebesar 0,004, dan standard deviation sebesar 0,382026.

4.2. Pembahasan Dan Hasil Analisis

4.2.1. Pengujian Asumsi Klasik

Menurut Algifari, (1997) suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat, *Best Linearity Unbiased Estimated* (BLUE). Kondisi ini akan terjadi jika dipenuhinya beberapa asumsi yang disebut dengan asumsi klasik.

- Mempunyai distribusi data yang normal
- Non multikolinearitas artinya antara variable satu dengan variabel yang lain dalam model regresi tidak saling berhubungan secara sempurna atau mendekati sempurna.
- Homoskedastisitas artinya varian variabel *independen* adalah konstan (sama) untuk setiap nilai tertentu variabel *independent*.
- Non-Auto korelasi artinya bahwa data tidak ada pengaruh dari variabel dalam model melalui tenggang waktu (*time lag*)

Kesalahan spesifik model dapat menyebabkan tidak terpenuhinya asumsi-asumsi diatas. Kesalahan spesifik model akan menyebabkan nilai residual menjadi masalah tersebut diperlukan pertimbangan yang mendalam untuk membuat suatu bentuk hubungan antara variabel *dependen* dan variabel *independent*. Teori yang mendasari hubungan antar variabel tersebut dapat dijadikan pertimbangan untuk meminimumkan kesalahan spesifik model (Wittink, 1988)

4.2.1.1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terkait dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi data yang normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data yang normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak dapat

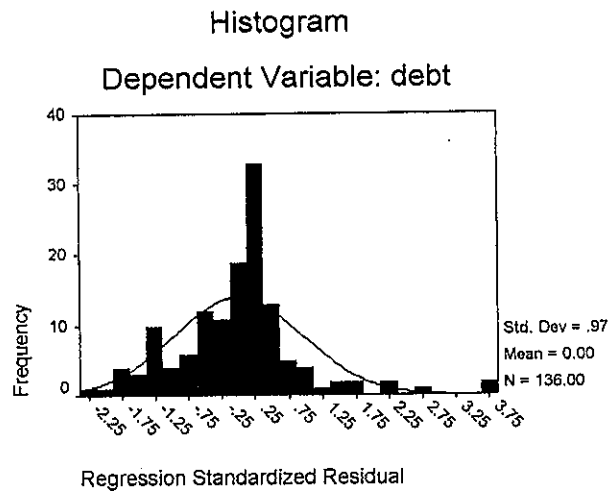
dilakukan dengan beberapa cara, yaitu analisis grafik dan analisis statistic (Ghozali, 2001).

Analisis grafik dapat dilakukan dengan melihat histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Namun demikian dengan hanya melihat histogram akan dapat menyesatkan khususnya untuk jumlah sampel yang kecil. Metode lain adalah dengan melihat normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan memebentuk satu garis lurus diagonal dan plotting data akan dibandingkan dengan garis diagonal. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya.

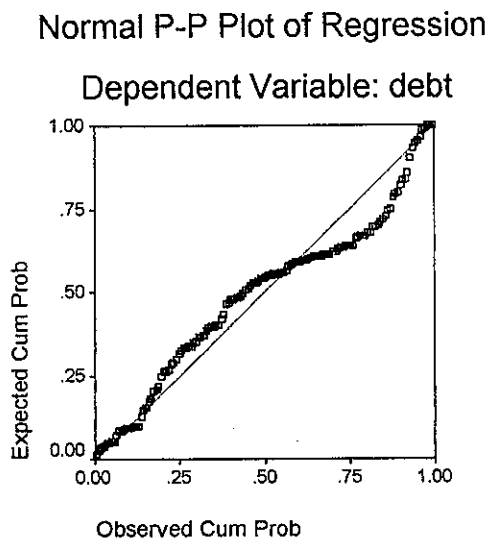
Dasar pengambilan keputusan yaitu:

- a. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau garis histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tersebut memenuhi asumsi normalitas.
- b. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Gambar 4.1.



Gambar 4.2.



Sumber : Output SPSS 11.0, Descriptive-Statistics yang diolah

Uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah garfik normal **P-P Plot dan Histogram**, yang dapat dilihat pada Gambar 4.1. dan Gambar 4.2. Pada

Gambar 4.1. terlihat kurva probabilitas yang hampir mendekati kurva normal. Sedangkan pada Gambar 4.2. terlihat titik-titik menyebar disekitar garis diagonal dan penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas.

4.2.1.2. Uji Multikolinearitas

Menurut Ghozali, (2001) uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (*independent*). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak *orthogonal*. Variabel *orthogonal* adalah variabel bebas yang nilai korelasi antar sesama variabel bebas sama dengan nol. Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinearitas didalam model regresi adalah sebagai berikut :

1. Nilai R^2 (R-Square) yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi empiris sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel bebas banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel terikat.
2. Menganalisis matrik korelasi variabel-variabel bebas. Jika antar variabel bebas ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya diatas 0.90) maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas. Tidak adanya korelasi yang tinggi antar variabel bebas tidak berarti bebas dari multikolinearitas. Multikolinearitas dapat disebabkan karena adanya efek kombinasi dua atau lebih variabel bebas.

3. Multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan nilai *Inflation Factor* (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Dalam pengertian sederhana setiap variabel bebas menjadi variabel terikat dan diregres terhadap variabel bebas lainnya. Tolerance mengukur variabilitas variabel bebas yang terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi (karena $VIF = 1/tolerance$) dan menunjukkan adanya kolonieritas yang tinggi. Nilai *cut off* yang umum dipakai adalah nilai tolerance 0.10 atau sama dengan nilai VIF diatas 10.

Hasil pengujian multikolinaritas secara ringkas ditampilkan pada Tabel 4.3.

Tabel 4.3
 Hasil Uji Multikolinearitas
 Berdasarkan Nilai *Tolerance* dan *VIF*

NAMA VARIABEL	TOLERANCE	VIF
MANOW	0,829	1,207
INSOW	0,793	1,261
SHADIS	0,743	1,341
DIVID	0,934	1,071
SIZE	0,938	1,057
GROWTH	0,957	1,376
ASSETS	0,846	1,188
ERNVOLT	0,970	1,343
STOCVOLT	0,869	1,151

Sumber : Output SPSS 11.0, Descriptive-Statistics yang diolah

Hasil pengujian dalam penelitian ini Tabel 4.3. menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas, sebab seluruh angka VIF yang dihasilkan memiliki nilai dibawah 10, *tolerance value* diatas 0.10 dan koefisien korelasi dibawah 90% (lihat lampiran). Tabel 4.3. menunjukkan bahwa nilai VIF terbesar adalah 1.376 dan masih lebih kecil dari dari 10. Sedangkan nilai terkecil dari *tolerance value* adalah 0.793 yang berarti lebih besar dari 0.1. Dari lampiran print out bagian correlations terlihat koefisien korelasi terbesar memiliki nilai 0,382 yang berarti masih dibawah 90 %. Dari angka-angka tersebut bahwa dapat disimpulkan tidak terdapat multikolinearitas sehingga persamaan layak digunakan.

4.2.1.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2001).

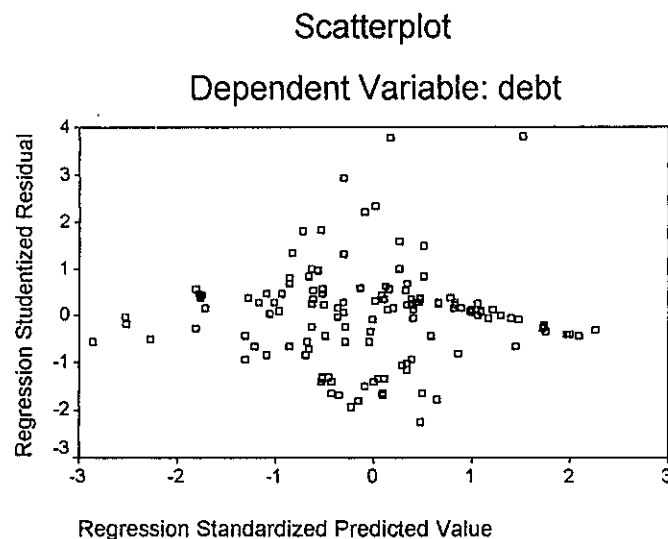
Ada beberapa cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas yaitu melihat grafik plot antara nilai prediksi variable terikat dengan residualnya. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara variabel terikat dan residualnya dimana

sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual (Y prediksi – Y sesungguhnya).

Dasar analisisnya :

- a. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
- b. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Gambar 4.3.



Sumber : Output SPSS 11.0, Descriptive-Statistics yang diolah

Pada Gambar 4.3. diatas adalah hasil dari Scatterplot secara keseluruhan. Terlihat pada grafik tidak membentuk suatu pola tertentu dan tidak mengumpul di

salah satu bagian, tetapi menyebar sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

4.2.1.4. Uji Auto Korelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan periode $t-1$ (sebelumnya). Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkait satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Metode pendeteksian adanya autokorelasi adalah dengan melakukan tes *Durbin Watson*. Uji *Durbin Watson (DW test)* yang hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (*first order autocorrelation*) dan mensyaratkan adanya *intercept* (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel lagi diantara variabel bebas.

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi :

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

4. Bila nilai DW terletak diantara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak diantara (4-du) dan (4-dl), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan. Secara ringkas, hasil uji autokorelasi dalam penelitian ini dapat dilihat pada Table 4.4. dan Tabel 4.5.

**Tabel 4.4.
Hasil Uji Autokorelasi**

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.604 ^a	.404	.301	.351712	1.980

a. Predictors: (Constant), stocvolt, insow, divid , asset, manow, shadis, ernvolt, size, growth

b. Dependent Variable: debt

Sumber : Output SPSS 11.0, Descriptive-Statistics yang diolah

**Tabel 4.5.
Tabel Nilai Uji Durbin-Watson**

Nilai DW	Kesimpulan
Kurang dari 1,10	Ada Autokorelasi
1,10 – 1,54	Tanpa Kesimpulan
1,55 – 2,46	Tidak Ada Autokorelasi
2,46 – 2,90	Tanpa Kesimpulan
2,91 – lebih	Ada Autokorelasi

Sumber : Data penelitian yang diolah

Setelah dilakukan analisis data, diperoleh nilai Durbin-Watson (DW) sebesar 1,980. Oleh karena nilai DW 1,980 terletak diantara -2 dan + 2 ($-2 < DW=1,980 < +2$) (Santoso, 2000), maka hal tersebut menunjukkan bahwa model regresi dalam

penelitian ini, tidak mengindikasikan adanya autokorelasi. Dari Table 4.5. juga dapat dilihat bahwa nilai DW= 1,980 berada antara 1,55 – 2,46 sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa model tersebut tidak ada autokorelasi.

4.2.2. Pengujian Hipotesis

Dari uji asumsi klasik dapat disimpulkan bahwa data yang ada terdistribusi secara normal, tidak terdapat adanya multikolinearitas, *independent* autokorelasi dan *independent* heteroskedastisitas sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda dengan baik.

Dalam melakukan pengujian hipotesis ke-1 sampai hipotesis ke-9, digunakan pengujian statistik secara parsial yaitu uji t, dengan tujuan untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi *variable independent* secara individual. Sedangkan untuk untuk menguji keseluruhan hipotesis (hipotesis 1-10), digunakan pengujian statistik secara simultan dengan uji F, dimana untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi *variable independent* secara bersama-sama. Adapun hasil dari analisis regresi berganda yang dihasilkan oleh SPSS 11.0 adalah sebagai berikut.

Tabel 4.6.
Hasil Analisis Regresi Berganda
Untuk Uji F
ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.116	9	.457	3.697	.000 ^a
	Residual	15.586	126	.124		
	Total	19.702	135			

a. Predictors: (Constant), stocvolt, insow, divid, asset, manow, shadis, ernvolt, size, growth

b. Dependent Variable: debt

Sumber : Output SPSS 11.0, Descriptive-Statistics yang diolah

Tabel 4.7.
Hasil Analisis Regresi Berganda
Untuk Uji t
Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.269	.269		-.999	.320		
	manow	-.135	.098	-.120	-1.376	.171	.829	1.207
	insow	.685E-02	.151	-.045	-1.509	.061	.793	1.261
	shadis	.911E-02	.262	-.032	-1.347	.073	.746	1.341
	divid	.265E-02	.031	-.071	-.862	.390	.934	1.071
	size	.023E-02	.019	.375	3.783	.000	.938	1.057
	growth	.021E-02	.029	.036	1.735	.037	.957	1.376
	asset	-1.169	.931	.147	1.526	.021	.846	1.188
	ernvolt	.977E-02	.092	-.072	-1.756	.045	.970	1.343
	stocvolt	.631E-02	.053	-.101	-1.189	.237	.869	1.151

a. Dependent Variable: debt

Sumber : Output SPSS 11.0, Descriptive-Statistics yang diolah

4.2.2.1. Pengujian Secara Simultan

Hasil dari pengujian statistic secara bersama-sama pada Tabel 4.6. menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan dari *independent variable* terhadap *dependen variable* yaitu dengan nilai uji F sebesar 3,697 dan nilai signifikansinya sebesar 0,000. Hal ini berarti bahwa secara bersama-sama semua variabel *independent* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan *Managerial ownership, Institutional ownership, Shareholder Dispersion Dividend, firm size, growth, asset structure, Earning Volatility, Stock volatility* mempunyai hubungan yang signifikan dengan *debt* diterima. Atau hipotesis alternatif H_{10} diterima dan H_0 ditolak.

Selanjutnya koefisien multiple korelasi antara variabel *independent* dengan variabel *dependen* dari persamaan regresi berganda pada Tabel 4.4. adalah sebesar 0,604 ($R = 60,4\%$), ini berarti bahwa tingkat keeratan hubungan antara variabel *independent* dan *dependen* adalah 60,4 %. Nilai koefisien determinasi ($R^2 = 0,301$), ini berarti bahwa variabel *dependen* mampu dijelaskan oleh variabel *independent* sebesar 30,1 %. Dengan kata lain bahwa 30,1 % perubahan di dalam *debt ratio* perusahaan pada industri keuangan di BEJ mampu dijelaskan oleh sembilan variabel, sedangkan sisanya sebesar 69,9 % dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dijelaskan didalam model penelitian ini.

4.2.2.2. Pembahasan Hipotesis Managerial Ownership

Berdasarkan Tabel 4.7. dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel MANOW (*managerial ownership*) menunjukkan hasil -1,376 sedangkan tingkat signifikansinya sebesar 0.171, dimana hasil tersebut lebih besar pada derajat signifikansi (α) = 0,05, maupun pada tingkat signifikansi (α) = 0,10 yang berarti bahwa hasil tersebut tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5% dan 10%. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel MANOW mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *DEBT* ditolak. Dengan demikian secara parsial hipotesis alternative H_1 di tolak dan H_0 diterima.

Koefisien regresi variabel MANOW bertanda negative sebesar - 0,120. Hasil pengujian statistik (uji t) ini arah hubungannya sesuai dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, *et.al.*, (1998) Wahidahwati, (2002) tetapi variabel *managerial ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini disebabkan minimnya kepemilikan atau kecilnya prosentase kepemilikan manajerial pada industri keuangan.

4.2.2.3. Pembahasan Hipotesis Institusional Ownership

Berdasarkan Table 4.7. dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel INSOW (*institusional ownership*) menunjukkan hasil -1,509 sedangkan tingkat signifikansinya sebesar 0.061, dimana lebih besar pada derajat signifikansi (α) = 0,05, tetapi lebih kecil pada tingkat signifikansi (α) = 0,10 yang berarti bahwa hasil tersebut tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5% tetapi

signifikan pada derajat (α) = 0,10. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel INSOW mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *DEBT* diterima. Dengan demikian secara parsial hipotesis alternative H_2 di terima dan H_0 ditolak.

Koefisien regresi variabel INSOW bertanda negative sebesar - 0,045. Hasil pengujian statistik (uji t) ini arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, *et.al.*, (1998) Bathala, *et.al.*, (1994) dan Wahidahwati, (2002). Hal ini membuktikan bahwa dengan adanya *institutional ownership* maka keberadaannya dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif. Adanya *monitoring* yang efektif menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil alih oleh *institutional ownership*, dengan demikian akan mengurangi *agency cost of debt*.

4.2.2.4. Pembahasan Hipotesis Shareholders Dispersion

Berdasarkan Table 4.7. dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel SHADIS (*shareholders dispersion*) menunjukkan hasil -1,347 sedangkan tingkat signifikansinya sebesar 0.073, dimana lebih besar pada derajat signifikansi (α) = 0,05, tetapi lebih kecil pada tingkat signifikansi (α) = 0,10 yang berarti bahwa hasil tersebut tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5% tetapi signifikan pada derajat (α) = 0,10. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa

variabel SHADIS mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *DEBT* diterima. Dengan demikian secara parsial hipotesis alternative H_3 di terima dan H_0 ditolak.

Koefisien regresi variabel SHADIS bertanda negatif sebesar - 0,032. Hasil pengujian statistik (uji t) ini arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, *et. al.*, (1998). Dengan menyebarnya kepemilikan maka konsentrasi saham akan terpecah, hal ini mengakibatkan kekuatan pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi berkurang.

4.2.2.5. Pembahasan Hipotesis Dividend

Berdasarkan Table 4.7. dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistic untuk uji t terhadap variabel DIVID (*dividend*) menunjukkan hasil -0,862 sedangkan tingkat signifikansinya sebesar 0.390, dimana lebih besar pada derajat signifikansi (α) = 0,05, dan juga lebih besar pada tingkat signifikansi (α) = 0,10 yang berarti bahwa hasil tersebut tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5% maupun 10%. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel DIVID mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *DEBT* ditolak. Dengan demikian secara parsial hipotesis alternative H_4 ditolak dan H_0 diterima.

Koefisien regresi variabel DIVID bertanda negatif sebesar -0,071. Hasil pengujian statistik (uji t) ini arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, *et.al.*, (1998) Jensen,*et.al.*, (1998) dan Wahidahwati, (2002). Hal ini membuktikan bahwa dengan adanya

pengeluaran dividend akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manager sehingga mengurangi kekuasaan manager dan menjadikan pembayaran dividend sebagai *monitoring capital market*.

4.2.2.6. Pembahasan Hipotesis Firm Size

Berdasarkan Table 4.7. dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel SIZE menunjukkan hasil 3,783 sedangkan tingkat signifikansinya sebesar 0.000, dimana jauh lebih kecil pada derajat signifikansi (α) = 0,05, yang berarti bahwa hasil tersebut signifikan. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel SIZE mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *DEBT* diterima. Dengan demikian secara parsial hipotesis alternative H_5 di terima dan H_0 ditolak.

Koefisien regresi variabel SIZE bertanda positif sebesar 0,375. Hasil pengujian statistik (uji t) ini arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, *et.al.*, (1998) dan Wahidahwati, (2002). Hal ini membuktikan bahwa perusahaan yang besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana.

4.2.2.7. Pembahasan Hipotesis Growth

Berdasarkan Table 4.7. dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel GROWTH menunjukkan hasil -1,735 sedangkan tingkat signifikansinya sebesar 0.037, dimana lebih kecil pada derajat signifikansi (α) = 0,05,

yang berarti bahwa hasil tersebut signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05, dan juga pada signifikansi (α) = 0,10. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel GROWTH mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *DEBT* diterima. Dengan demikian secara parsial hipotesis alternative H_6 di terima dan H_0 ditolak.

Koefisien regresi variabel GROWTH bertanda positif sebesar 0,036. Hasil pengujian statistik (uji t) ini arah hubungannya konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, *et.al.*, (1998). Menurut Titman and Wessel, (1988) perusahaan yang mengalami pertumbuhan akan mendatangkan *agency cost* yang lebih tinggi dibandingkan apabila perusahaan berada dalam kondisi yang stabil.

4.2.2.8. Pembahasan Hipotesis Structure Assets

Berdasarkan Table 4.7. dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel ASSET menunjukkan hasil 1,526 sedangkan tingkat signifikansinya sebesar 0.021, dimana lebih kecil pada derajat signifikansi (α) = 0,05, yang berarti bahwa hasil tersebut signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05, dan signifikansi (α) = 0,10. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel ASSET mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *DEBT* diterima. Dengan demikian secara parsial hipotesis alternative H_7 di terima dan H_0 ditolak.

Koefisien regresi variabel ASSET bertanda positif sebesar 0,147. Hasil pengujian statistik (uji t) ini arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, *et.al.*, (1998), Bathala, *et.al.*,

(1994) dan Wahidahwati, (2002). Hal ini membuktikan bahwa investor akan dengan mudah memberikan pinjaman bila disertai jaminan yang lebih besar.

4.2.2.9. Pembahasan Hipotesis Ernvolt

Berdasarkan Table 4.7. dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel ERNVOLT (*earning volatility*) menunjukkan hasil -1,756 sedangkan tingkat signifikansinya sebesar 0.045, dimana lebih kecil pada derajat signifikansi (α) = 0,05, yang berarti bahwa hasil tersebut signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0,05, dan signifikansi (α) = 0,10 atau berarti bahwa hasil tersebut signifikan pada derajat kepercayaan 5% dan 10%. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel ERNVOLT mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *DEBT* diterima. Dengan demikian secara parsial hipotesis alternative H_a di terima dan H_0 ditolak.

Koefisien regresi variabel ERNVOLT bertanda negatif sebesar - 0,072. Hasil pengujian statistik (uji t) ini arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan, Bathala, *et.al.*, (1994) dan Wahidahwati, (2002). Tanda yang negatif ini menggambarkan bahwa standart deviasi laba sebelum bunga dan pajak mempunyai pengaruh yang berkebalikan dengan rasio hutang (Wahidahwati, 2002). Bila standart deviasi laba sebelum bunga dan pajak semakin tinggi, pihak kreditor akan enggan memberikan hutang pada perusahaan sehingga rasio hutang akan turun. Hal ini juga mengindikasikan bahwa *earning volatility* menjadi salah satu pertimbangan pihak kreditor untuk memberikan hutang

pada perusahaan karena *earning volatility* yang tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*).

4.2.2.10. Pembahasan Hipotesis Stocvolt

Berdasarkan Table 4.7. dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel STOCVOLT (*stock volatility*) menunjukkan hasil -1,189 sedangkan tingkat signifikansinya sebesar 0.237, dimana lebih besar pada derajat signifikansi (α) = 0,05, dan juga lebih besar pada tingkat signifikansi (α) = 0,10 yang berarti bahwa hasil tersebut tidak signifikan. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa variabel STOCVOLT mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *DEBT* ditolak. Dengan demikian secara parsial hipotesis alternative H_0 ditolak dan H_0 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa resiko saham tidak berpengaruh terhadap *debt ratio*.

Koefisien regresi variabel STOCVOLT bertanda positif sebesar -0,101. Hasil pengujian statistic (uji t) ini arah hubungannya tidak konsisten dengan teori dan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Crutchley, et.al., (1989) dan Bathala, et.al., (1994) yang menemukan adanya hubungan yang signifikan dan berhubungan positif antara *stock volatility* dengan *debt ratio*. Tetapi hasil diatas konsisten dengan penelitiannya Wahidahwati, (2002). Lebih lanjut Bathala menyatakan bahwa manajer dan direktur perusahaan akan enggan melibatkan kekayaan pribadinya dalam perusahaan karena akan mengurangi kesempatan diversifikasi kekayaan secara

optimal. Apabila manajer mengurangi kepemilikannya pada perusahaan, maka manajer cenderung akan menggunakan hutang.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasannya yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Secara simultan atau secara bersama-sama menunjukkan pengaruh yang signifikan dari *independent variable* terhadap *dependen variable*. Koefisien multiple korelasi antara variabel *independent* dengan variabel *dependen* dari persamaan regresi berganda sebesar 0,604 ($R = 60,4\%$), ini berarti bahwa tingkat keeratan hubungan antara variabel *independent* dan variabel *dependen* adalah 60,4%. Nilai koefisien determinasi ($R^2 = 0,301$), ini berarti bahwa variabel *dependen* mampu dijelaskan oleh variabel *independent* sebesar 30,1 %.
2. Dari uji t terhadap variabel MANOW (*managerial ownership*) menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hal ini karena pada industri keuangan kepemilikan manajerial sangat sedikit sekali sehingga mengakibatkan hasil yang berbeda dari penelitian sebelumnya walaupun teorinya konsisten dengan penelitian sebelumnya.
3. Variabel INSOW (*institutional ownership*) menunjukkan hasil yang signifikan pada $(\alpha) = 0,10$. Hasil pengujian statistik (uji t) ini arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya. Hal ini membuktikan

banwa dengan adanya *institutional ownership* maka keberadaannya dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif.

4. Variabel SHADIS (*shareholders dispersion*) menunjukkan hasil yang signifikan pada $\alpha = 0.10$. Hasil pengujian statistik (uji t) ini arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, et.al., (1998).
5. Berdasarkan hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel DIVID (*dividend*) menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada derajat kepercayaan $\alpha = 0.05$ dan $\alpha = 0.10$. Koefisien regresi variable DIVID bertanda negatif ini arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, et.al., (1998), Jensen, et.al., (1998) dan Wahidahwati, (2002). Hal ini membuktikan banwa dengan adanya pengeluaran dividend akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manjer.
6. Dari hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel SIZE menunjukkan hasil yang signifikan. Arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, et.al., (1998) dan Wahidahwati, (2002). Hal ini membuktikan banwa perusahaan yang besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana.
7. Variabel GROWTH menunjukkan hasil yang signifikan. Koefisien regresi variabel GROWTH bertanda positif, hasil pengujian statistik (uji t) ini arah hubungannya konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, et.al., (1998).

8. Dari hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel ASSET menunjukkan hasil yang signifikan. Koefisien regresi variabel ASSET bertanda positif, arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd, *et.al.*, (1998), Bathala, *et.al.*, (1994) dan Wahidahwati, (2002). Hal ini membuktikan bahwa investor akan dengan mudah memberikan pinjaman bila disertai jaminan yang lebih besar.
9. Berdasarkan hasil pengujian statistik untuk uji t terhadap variabel ERNVOLT (*earning volatility*) menunjukkan hasil yang signifikan. Koefisien regresi variabel ERNVOLT bertanda negatif, arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan, Bathala, *et.al.*, (1994) dan Wahidahwati, (2002).
10. Variabel STOCVOLT (*stock volatility*) menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa resiko saham tidak berpengaruh terhadap *debt ratio*. Koefisien regresi variabel STOCVOLT bertanda negatif, arah hubungannya sesuai dengan teori dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Bathala, *et.al.*, (1994) dan Wahidahwati, (2002).

5.2. Implikasi Kebijakan

Setelah diperoleh kesimpulan tentang penelitian ini, dapat dijelaskan implikasi-implikasi kebijakan yang dapat berguna bagi perusahaan antara lain sebagai berikut:

1. Dengan tidak signifikannya *managerial ownership* terhadap *debt ratio* dalam penelitian ini dibandingkan penelitian sebelumnya membuktikan bahwa keberadaan *managerial ownership* memang diperlukan dalam suatu perusahaan guna menekan kebijakan hutang perusahaan. Dalam penelitian ini hanya sebagian kecil perusahaan yang mempunyai *managerial ownership*.
2. Adanya *institutional ownership* dalam perusahaan, akan melakukan pengawasan yang diperlukan untuk monitoring perilaku manajer dalam menjalankan perusahaan, serta kebijakan-kebijakan perusahaan yang terkait dengan pendanaan. Para pemegang saham berharap agar kebijakan yang dibuat perusahaan selalu sejalan dan berdampak positif bagi perusahaan dan pemegang saham.
3. Pengambilan kebijakan hutang perusahaan akan lebih baik kalau menggunakan kombinasi antara pendanaan dengan modal sendiri dan hutang. Dengan mempertimbangkan *managerial ownership*, *institutional ownership*, *shareholders dispersion*, *dividend*, maka perusahaan akan melakukan pemenuhan dana dengan modal sendiri khususnya dana internal dari laba ditahan. Selanjutnya bila sumber dari modal tidak mencukupi maka dengan mempertimbangkan variabel *size*, *assets*, *growth*, *earning* dan *stock volatility* masih memungkinkan perusahaan untuk memenuhi sebagian kebutuhan pendanaannya melalui penggunaan hutang.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini masih banyak keterbatasan-keterbatasan yang dimiliki.

Keterbatasan itu antara lain:

1. Penelitian ini menggunakan periode pengamatan yang relatif pendek yaitu antara tahun 1999 – 2002 dan yang menjadi obyek penelitian hanya terbatas pada perusahaan yang masuk kelompok industri keuangan saja.
2. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini terbatas pada teknik analisis regresi berganda.
3. Sampel yang digunakan tidak semuanya memiliki data yang diperlukan dalam analisis data, sehingga menimbulkan hasil yang berbeda dengan penelitian sebelumnya.
4. Hasil dari penelitian ini menunjukkan angka R^2 yang cukup rendah. Hal ini dimungkinkan pengambilan sampel yang terfokus pada satu industri saja.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan adanya keterbatasan-keterbatasan diatas, maka agenda penelitian mendatang yang dapat disarankan melalui temuan ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk penelitian lebih lanjut, disarankan untuk melakukan penelitian dengan obyek penelitian yang tidak hanya pada perusahaan keuangan saja dan penggunaan teknik analisis yang berbeda. Sehingga diharapkan dapat memberikan hasil yang berbeda yang dapat digunakan sebagai kajian akademis.

2. Mengingat nilai adjusted R^2 yang rendah, sehingga variabel independen dalam menjelaskan hubungannya dengan variabel dependen juga rendah. Maka disarankan untuk penelitian mendatang yang terkait dengan industri keuangan terutama perbankan dilakukan kajian lebih lanjut dengan memasukkan variabel-variabel yang berhubungan dengan kebijakan pemerintah. Hal ini disebabkan adanya kontrol yang besar dari pemerintah untuk industri tersebut keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, a and G. Madelker (1987), " Managerial Incentive and Corporate investment and Financing Decision", *Journal of Finance* 42, 823-837
- Algifari, (1997), "Analisis Regresi: Teori, Kasus, dan Solusi," Edisi Pertama BPFE, Yogyakarta.
- Augustinus S., Fauziah Md.Taib (2002) "Joint Determination of Firm Debt, Ownership Structure on Firm's Performance": *A Methodologi Review Proseedings for the fourth Annual Malaysian Finance. Association Symposium* 31 may – 1 june 2002
- Bathala, C.T., K.R. Moon, and R.P. Rao (1994), "Managerial Ownership, debt Policy, and the Impact of Institutional Holding; an Agency Perspective" *Financial Management* 23, 38-50
- Baskin, J (1989), "An Empirical Investigation of Pecking Order Hypothesis" *Journal of Financial Management* 18 (Autumn) 26-35
- Brigham, Eugene F. And Gapenski Louise C., (1996) "**Intermediate financial Management**, 5th edition, the Dryden Press, New York.
- Crutchley, C.E., and R.S. Hansen, (1989), "A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends," *Journal Financial Management*, pp 36-46.
- Easterbrook, F. (1984), " Two Agency Cost Explanation of Dividends" *American Economic Review* 74, 650-659
- Fama, Eugene F, (1980) "Agency Problem and the Theory of the Firm" *Journal of Political Economy*.
- Fitri Ismiyanti dan Mamduh Hanafi (2003), "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Resiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividend; analisa persamaan simultan", *Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia*, 260-272
- Friend, I., and J. Hasbrouck, (1988), "Determinants of Capital Structure" *Journal Research in Finance*, Vol 7 1-19.
- _____ and L. Lang (1988), "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance* vol 43 271-281.
- Grossman, S., and O. Hart, (1982), "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives" in John McCall, ed., *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago IL.
- Gujarati, Damodar N, (1995), "**Basic Econometrics**". Singapore; Mc Graw Hill, Inc.

- Hair JR, Joseph F., Ralph E.A., Ronald L.T., and William C.B (1998) **Multivariate Data Analysis With Regarding** 5 th Edition, Prentice Hall, Inc.
- Homaifar, G. Zeitz J and Benkato. O, (1994), "An Empirical model of Capital Structure: Some new Evidence," *Journal of Business Finance and Accounting*, January 1994.
- Imam Ghozali, (2001), "Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS, Badan Penerbit UNDIP Semarang.
- Institute for Economic and Financial Research, 2000. Indonesian Capital Market Directory, Eleventh Edition.
- _____, 2001. Indonesian Capital Market Directory, Twelfth Edition.
- _____, 2002. Indonesian Capital Market Directory, Thirteenth Edition.
- _____, 2003. Indonesian Capital Market Directory, Fourteenth Edition.
- Jansen, M. and W. Meckling (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure", *Journal of Finance Economics* 3, 350-360.
- _____, (1986), Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover" *American Economic Review* Vol 76, 232-329.
- _____, G.D. Sorensen and T. Zorn, (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol 27 247-263.
- Kim, W. and E. Sorenson (1986), Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 21, 131-144.
- Kresnohadi A., et al. (2000), " Good Corporate Governance dan Konsep Penegakannya di BUMN dan Lingkungan Usahannya" *Usahawan* No. 10 th. 29
- Mehran, H. (1992), "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol 27 539-560.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, and J. N. Rimbey. (1998), " The Impact of ownership Structure on corporate Debt policy : A time Series cross-sectional Analysis", *Financial Review, August*, Vol 33, 85-99
- Myers, S., (1984) "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance* Vol 39 575-592.
- _____, And N. Majluf, (1984), " Corporate Financing and Investment Decision When firm have Information Investor do not Have" *Journal of Financial Economics* Vol 13 187-221.
- Noronha, G.M., D.K. Shome and G.E. Morgan, (1996), " The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions" *Journal of Banking and Finance* April, 439-454

- Rozeeff, M. (1982), "Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research* 5, 249-259.
- Sheifer, A. and R. Vishny (1986), "Large Shareholder and Corporate Control" *Journal of Political Economics* vol 95.
- Abdullah Syukriy, (2001), " Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Kebijakan Dividen Suatu analisa Simultan", *Journal Manajemen & Bisnis* Vol 3 No 2 Mei 2001 Hal 159-176.
- Titman, S and Wessel, R. (1988), " The Determination of Capital Structure Choice" *Journal of Finance*. March 1988.
- Wahidahwati, (2002), "Pengaruh Kepemilikan manajerial dan Kepemilikan institusional pada kebijakan hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif theory Agency", *Journal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 5 No 1, 1-16 Januari 2002
- Wittink, Dick R., (1998). "The Application of Regression Analysis", Allyn and Bacon, Inc, Massachusetts.