

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN,  
RASIO PERTUMBUHAN DAN *RETURN ON ASSET*  
TERHADAP KEBIJAKAN PENDANAAN**  
(Perbandingan Pada Perusahaan PMA dan PMDN Yang Listed di BEJ  
Periode 2002-2004)



**Tesis**

**Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Pasca Sarjana  
Pada Program Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro**

**Disusun Oleh:**

**Bayu Septadona Putera, SH  
NIM. C4A005023  
Angkatan XXIV/Sore**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2006**



## *Sertifikasi*

Saya, Bayu Septadona Putera, SH, 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

Bayu Septadona Putera, SH

25 September 2006

## **PENGESAHAN TESIS**

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa  
tesis berjudul:

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN,  
RASIO PERTUMBUHAN DAN *RETURN ON ASSET*  
TERHADAP KEBIJAKAN PENDANAAN**  
(Perbandingan Pada Perusahaan PMA dan PMDN Yang Listed di BEJ  
Periode 2002-2004)

yang disusun oleh Bayu Septadona Putera, SH, NIM C4A005023  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 25 September 2006  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Dr. H.M. Nasir, Msi, Akt

Dra. Irene Rini DP, ME

Semarang, 25 September 2006  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program

Prof. Dr. H Suyudi Mangunwihardjo

## **ABSTRACT**

*This research is performed to test the influence of the variables, Insider Ownership, Institutional Ownership, Asset Growth, Sales Growth, and Return on Asset (ROA) toward Debt to Equity Ratio (DER).*

*Research methodology used here is purposive sampling with criteria as (1) Company who receive profit during period 2002 through 2004; (2) Company has insider ownership during period 2002 through 2004. The Data is based on publicity Indonesian Capital Market Directory (ICMD) since 2002 to 2004. Sample was acquired 40 of 330 company. Data analysis with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses test used t-statistic and f-statistic at level of significance 5%. While to examine the difference determining Insider Ownership, Institutional Ownership, Asset Growth, Sales Growth, and Return on Asset (ROA) toward DER in Multinational Company and Domestic Corporation companies those are listed in BEJ using Chow Test regression analysis.*

*Empirical evidence shows that Insider Ownership, Institutional Ownership and ROA have positive influence toward DER of manufacturing company listed in JSX over period 2002-2004 at level of significance less than 5% (as 2,2%, 4,9% and 1,1% each), but Asset Growth, and Sales Growth not influence toward DER at level of significance more than 5% as 17,2%, and 65,6%. While, five independent variable Insider Ownership, Institutional Ownership, Asset Growth, Sales Growth, and Return on Asset (ROA) have influence toward DER at level of significance less than 5% which is 4,1%. Predictability of the five variables toward DER is 34,9% as indicated by R square that is 32,3% while the rest 67,7% is affected by other factors that is not included into the study model. While Chow Test result indicates that there are no difference between multinational company and domestic corporation companies in determining Insider Ownership, Institutional Ownership, Asset Growth, Sales Growth, and Return on Asset (ROA) toward DER.*

*Key Words : Insider Ownership, Institutional Ownership, Asset Growth, Sales Growth, Return on Asset (ROA) and Debt to Equity Ratio (DER).*

## ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Kepemilikan Saham manajemen, Kepemilikan saham institusi, Pertumbuhan aset, Pertumbuhan Penjualan, dan Return on Asset (ROA) terhadap Debt to Equity Ratio (DER).

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria (1) Perusahaan yang selalu terdaftar di BEJ selama periode pengamatan (2002-2004); (2) Perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh manajemen selama periode pengamatan (2002-2004). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 40 perusahaan dari 330 perusahaan. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Sedangkan untuk menguji perbedaan pengaruh Kepemilikan Saham manajemen, Kepemilikan saham institusi, Pertumbuhan aset, Pertumbuhan Penjualan, dan Return on Asset (ROA) terhadap Debt to Equity Ratio (DER) pada perusahaan PMA dan PMDN di BEJ digunakan uji analisis regresi Chow Test

Dari hasil analisis menunjukkan bahwa data kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, dan ROA secara parsial signifikan berpengaruh positif terhadap DER perusahaan yang listed di BEJ periode 2002-2004 pada *level of significance* kurang dari 5% yaitu sebesar 2,2%, 4,9% dan 1,1%, namun Pertumbuhan Aset dan Pertumbuhan Penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap DER dengan signifikansi lebih besar dari 5% yaitu masing-masing sebesar 17,2%, dan 65,6%. Sementara secara bersama-sama (Kepemilikan Saham manajemen, Kepemilikan saham institusi, Pertumbuhan aset, Pertumbuhan Penjualan, dan Return on Asset (ROA)) terbukti signifikan berpengaruh terhadap DER perusahaan yang listed di BEJ pada level kurang dari 5% yaitu sebesar 4,1%. Kemampuan prediksi dari kelima variabel tersebut terhadap DER sebesar 21,1% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *R square* sebesar 32,3% sedangkan sisanya 67,7% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian. Sedangkan hasil uji Chow Test menunjukkan tidak terdapat perbedaan pengaruh Kepemilikan Saham manajemen, Kepemilikan saham institusi, Pertumbuhan aset, Pertumbuhan Penjualan, dan Return on Asset (ROA) dalam mempengaruhi DER antara perusahaan PMA dan PMDN.

Kata Kunci: Kepemilikan Saham manajemen, Kepemilikan saham institusi, Pertumbuhan aset, Pertumbuhan Penjualan, Return on Asset (ROA) dan DER

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kami panjatkan kepada Allah SWT atas karunia dan berkat yang telah dilimpahkan-Nya, Khususnya dalam penyusunan laporan penelitian ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Prof. Dr. H Suyudi Mangunwihardjo, selaku ketua program pascasarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Dr. H.M. Nasir, Msi, Akt, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
3. Dra. Irene Rini DP, ME, selaku dosen pembimbing anggota yang telah membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
4. Para staff pengajar Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan

belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.

5. Para staff administrasi Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
6. Kedua orang tua, kakak, adik dan kekasihku tercinta Dyan Chahyo Astari, S.Psi, yang telah memberikan segala cinta dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
7. Teman-teman kuliah, yang telah memberikan sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama menjadi mahasiswa di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang

Hanya doa dan ucapan syukur yang dapat penulis panjatkan semoga Allah SWT berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, 25 September 2006

Bayu Septadona Putera, SH

## DAFTAR ISI

Halaman Judul .....	i
Halaman Sertifikasi.....	ii
Halaman Pengesahan Tesis.....	iii
Abstract .....	iv
Abstrak .....	v
Kata Pengantar .....	vi
Bab I. PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang .....	1
1.2. Perumusan Masalah .....	9
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian .....	10
Bab II. TELAAH PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS.....	12
2.1. Telaah Pustaka .....	12
2.2. Penelitian Terdahulu .....	34
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis .....	37
2.4. Perumusan Hipotesis.....	38
Bab III. METODE PENELITIAN .....	43
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	43
3.2. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel .....	43
3.3. Prosedur Pengumpulan Data.....	44
3.4. Definisi Operasional Variabel.....	44
3.5. Teknik Analisis .....	45
3.6. Pengujian Hipotesis .....	46
3.7. Pengujian Asumsi Klasik .....	49

Bab IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN .....	53
4.1. Data Deskriptif.....	53
4.2. Pembahasan dan Hasil Analisis .....	55
Bab V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN .....	71
5.1. Simpulan .....	71
5.2. Implikasi Teoritis .....	72
5.3. Implikasi Kebijakan .....	73
5.4. Keterbatasan Penelitian.....	75
5.5. Agenda Penelitian Mendatang .....	76
Daftar Referensi .....	77

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang**

Pihak manajemen sering membuat keputusan yang menimbulkan konflik terutama dengan para pemegang saham. Konflik tersebut muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik (pemegang saham). Pada dasarnya perusahaan didirikan untuk mencapai tujuan utama yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Sementara para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai tujuan yang berbeda terutama peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima.

Lambert (2001) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan yang dimaksud antara lain terletak pada maksimalisasi utilitas prinsipal dengan manfaat dan insentif yang diterima oleh agen (manajemen). Karena kepentingan yang berbeda sering muncul konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Lebih jauh, Lambert (2001) menunjukkan bahwa *action* dari agen meliputi *operation decisions*, *financing decision* (kebijakan pendanaan) dan *investment decisions*.

Husnan (2001) menyatakan bahwa kepemilikan saham di bursa Indonesia dan Korea relatif sama yaitu terbagi dalam dua kelompok yakni pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Pemegang saham pengendali mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam mengendalikan manajemen dibandingkan dengan pemegang saham minoritas,

sehingga keputusan-keputusan yang diambil sering merugikan kelompok pemegang saham minoritas. Sementara, Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham antara lain dalam hal pembuatan keputusan pendanaan.

Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa investor institusional merupakan pihak yang dapat memonitor agen dengan kepemilikannya yang besar; dan menganggap bahwa investor institusional adalah sophisticated investors yang tidak dengan mudah bisa dibodohi oleh tindakan manajer (Bushee, 1998). Disamping itu kepemilikan oleh pihak investor institusional berperan untuk memonitor dewan komisaris (*board of directors*). Proporsi kepemilikan selanjutnya akan mempengaruhi kebijakan pendanaan (tercermin dalam *debt to equity ratio* – DER).

Hermendito Kaaro (2000) menyatakan pendekatan pertumbuhan perusahaan merupakan komplemen profitabilitas sebagai proksi *pecking order theory* untuk menilai prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Dua pertumbuhan perusahaan yang terkait tetapi memiliki implikasi yang berbeda terhadap *leverage* adalah sales growth dan pertumbuhan total aktiva. Sales growth mencerminkan prospek perusahaan dengan rentang waktu lebih panjang dari profitabilitas tetapi lebih pendek dari asset growth. Pertama, sales growth mencerminkan tingkat produktivitas terpasang yang siap beroperasi, kedua mencerminkan kapasitas saat ini yang dapat diserap pasar dan

mencerminkan peningkatan penerimaan maka pengaruh sales growth terhadap *leverage* perusahaan cenderung negatif. Sedangkan asset growth lebih mencerminkan horison waktu lebih panjang dari sales growth. Investasi pada aktiva membutuhkan waktu sebelum siap dioperasikan sehingga aktivitas yang dilakukan tidak langsung terkait dengan penerimaan. Peningkatan asset dilakukan perusahaan bila terlihat prospek bagus. Dalam hal kebutuhan dana internal tidak mencukupi akan mendorong perusahaan menggunakan hutang. Oleh karena itu asset growth berdampak positif terhadap *leverage* perusahaan.

Weston dan Brigham (1994) menyatakan bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil akan lebih mudah memperoleh pinjaman, semakin stabil perusahaan maka akan semakin besar kemungkinan perusahaan membelanjai kegiatan dengan utang. Dengan kata lain pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Struktur modal sendiri tidak terlepas dari berbagai faktor antara lain pembayaran deviden.

Laurent (2004) meneliti tentang factor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (diukur dengan *debt to equity ratio*) dengan menggunakan enam variabel independen yaitu: debt and non debt tax shields, *size*, *earning volatility*, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan asset, dan ROA(T-1). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa Size dan ROA (T-1) yang tidak signifikan mempengaruhi *debt* rasio, dan empat variabel yang lain berpengaruh secara signifikan. NDTS berpengaruh negatif, *earning volatility* berpengaruh positif, pertumbuhan penjualan berpengaruh positif, dan pertumbuhan asset berpengaruh positif.

Murray dan Vidhan (2003) menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dengan menggunakan pengujian *pecking order hypothesis*. Analisis ini menggunakan variabel firm size, dividend payout ratio (DPR), dan ROA(T-1) dan menggunakan metode regresi sebagai alat analisis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa firm size mempunyai pengaruh positif terhadap DER, DPR mempunyai pengaruh negatif terhadap DER dan ROA(T-1) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap DER.

Aydin Ozkan (2001) menyatakan bahwa struktur modal berkembang secara dinamis berubah dari waktu ke waktu untuk perlu diteliti melalui target jangka panjang dan jangka pendek pencapaian target dapat dibiayai dengan modal sendiri maupun asing yang berbentuk hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek. Akibatnya selalu terjadi perubahan struktur modal dan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal karena dalam operasional selalu terjadi berbagai kepentingan pendanaan yang berakibat pada DER maka perlu diteliti faktor apa yang mempengaruhi DER. Aydin Ozkan (2001) dalam penelitiannya menguji pengaruh antara ukuran perusahaan, likuiditas, non debt tax shields, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan dengan debt to equity ratio (DER), dimana hasil penelitiannya menunjukkan kelima variabel independen tersebut (ukuran perusahaan, likuiditas, non debt tax shields, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan) berpengaruh signifikan terhadap DER.

Cassar dan Holmes (2003) dalam penelitiannya menguji pengaruh antara ukuran perusahaan, struktur asset, profitabilitas, resiko dan

pertumbuhan penjualan dengan debt to equity ratio (DER), dimana hasil penelitiannya menunjukkan kelima variabel independen tersebut (ukuran perusahaan, struktur asset, profitabilitas, resiko dan pertumbuhan penjualan) berpengaruh signifikan terhadap DER pada perusahaan-perusahaan di Australia.

Benston et. al. (2003) meneliti kinerja bank pada *The Federal Reserve granted bank holding companies* yang mengumumkan efektivitas biaya modal untuk mencapai DER yang disyaratkan dalam peraturan modal melalui *trust preferred securities*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan asset dan ROA(T-1) berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal bank yang diukur melalui DER. Sedangkan faktor-faktor yang tidak berpengaruh terhadap struktur modal adalah ROE, *taxation risk*, struktur pendanaan, dan kebijakan mengenai struktur modal.

Penelitian ini menggunakan sampel pada perusahaan yang go publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode tahun 2002 sampai dengan tahun 2004, dikarenakan perusahaan-perusahaan tersebut sudah mengumumkan laporan keuangannya secara terbuka. Perusahaan go publik yang *listed* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang mengumumkan laporan keuangannya melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 2005 untuk periode tahun 2002 sampai dengan 2004 ada sejumlah 330 perusahaan. Dari 330 perusahaan tersebut dibedakan dalam 2 (dua) kategori kepemilikan, yaitu PMA dan PMDN. Husnan, (2001) mengatakan bahwa perusahaan PMA adalah perusahaan yang sebagian besar sahamnya (pemegang saham pengendali) dimiliki oleh investor

asing sedangkan PMDN adalah perusahaan yang sebagian besar sahamnya (pemegang saham pengendali) dimiliki oleh investor dalam negeri. Dengan adanya perbedaan status kepemilikan tersebut, maka perbedaan karakter dan budaya dari masing-masing investor akan mempengaruhi kinerja perusahaan melalui kebijakan-kebijakan manajemen yang diterapkan. Hal tersebut juga berpengaruh terhadap perbedaan dalam menentukan kebijakan hutang yang diambil oleh manajemen bagi perusahaan PMA dan PMDN.

Besarnya rata-rata kelima variabel independen (Kepemilikan Saham Manajemen, Kepemilikan Saham Institutional, Asset growth, Sales growth dan ROA(t-1) dan variabel dependen (DER) pada perusahaan PMA yang listed di BEJ selama periode tahun 2002-2004 dapat dilihat pada Tabel 1.1 berikut:

**Tabel 1.1:**  
**Rata-rata dari Kepemilikan Saham manajemen, Kepemilikan Saham Institutional, Asset growth, Sales growth, dan ROA(T-1) dan DER Pada Perusahaan PMA Yang Listed di BEJ Periode 2002-2004**

Variabel	Th.2002	Th.2003	Th.2004	Satuan
Kepemilikan Saham Manajemen	9,56	9,17	8,95	%
Kepemilikan Saham Institutional	59,31	47,19	46,63	%
Asset growth	0,088	0,008	0,099	%
Sales growth	0,29	0,09	0,19	%
ROA(T-1)	0,68	2,87	1,38	%
DER	0,49	1,69	1,99	%

Sumber: ICMD 2005, diolah

Sedangkan besarnya rata-rata kelima variabel independen (Kepemilikan Saham Manajemen, Kepemilikan Saham Institutional, Asset growth, Sales growth dan ROA (t-1) dan variabel dependen (DER) pada perusahaan PMDN yang listed di BEJ selama periode tahun 2002-2004 dapat dilihat pada Tabel 1.2 berikut:

**Tabel 1.2:**  
**Rata-rata dari Kepemilikan Saham manajemen, Kepemilikan Saham Institutional, Asset growth, Sales growth, dan ROA(T-1) dan DER Pada Perusahaan PMDN Yang Listed di BEJ Periode 2002-2004**

Variabel	Th.2002	Th.2003	Th.2004	Satuan
Kepemilikan Saham Manajemen	9,17	8,69	8,43	%
Kepemilikan Saham Institutional	56,28	44,71	41,94	%
Asset growth	0,064	0,001	0,077	%
Sales growth	0,22	0,02	0,11	%
ROA(T-1)	0,53	2,39	1,21	%
DER	0,41	1,61	1,92	%

Sumber: ICMD 2005, diolah

Berdasarkan Tabel 1.1 dan Tabel 1.2 yang menunjukkan fenomena dari variabel yang digunakan pada perusahaan PMA dan PMDN dapat dilihat bahwa kepemilikan saham manajemen dan kepemilikan saham institutional menunjukkan hasil yang menurun dari tahun 2002 sampai dengan tahun 2004, Asset growth, dan Sales growth menunjukkan grafik yang meningkat pada tahun 2003-2004, hal tersebut sama dengan pergerakan DER dari tahun 2002-2004 yang terus menunjukkan grafik yang meningkat tetapi fenomena dari kedua rasio pertumbuhan tersebut grafiknya berlawanan dengan DER pada tahun 2002-2003, Sedangkan pada variabel kepemilikan saham baik manajemen maupun institutional mempunyai perlawanan yang kontradiktif dengan DER Berdasarkan fenomena dari rasio-rasio keuangan yang masih fluktuatif maka perlu diuji pengaruh dari kelima variabel independen (Kepemilikan Saham Manajemen, kepemilikan Saham Institutional, Asset growth, Sales growth dan ROA(T-1)) dalam mempengaruhi DER pada industri yang listed di BEJ periode 2002-2004.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap DER yaitu:

(1) Kepemilikan saham manajemen dinyatakan berhubungan negatif terhadap DER (Wahidahwati, 2002), namun hal tersebut kontradiktif dengan Bagnani et al., (1994) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham manajemen berpengaruh signifikan positif dengan DER. (2) Kepemilikan saham institusi dinyatakan berhubungan negatif terhadap DER (Wahidahwati, 2002), namun hal tersebut kontradiktif dengan Mohd et al., (1994) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham manajemen berpengaruh signifikan positif dengan DER. (3) Penelitian terhadap Assets Growth dinyatakan tidak signifikan (Wahidahwati, 2002) tetapi dinyatakan signifikan positif (Kaaro, 2000 dan Sekar Mayangsari, 2001) sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan; (4) Sales Growth dinyatakan berpengaruh signifikan negatif oleh Kaaro (2000) tetapi dinyatakan signifikan positif terhadap DER (Ozkan, 2001 dan Cassar dan Holmes, 2003), dan (5) ROA(T-1) dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap DER (Suranta dan Midiastuty, 2003) sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan.

Berdasarkan pertimbangan dan tujuan investasi dari investor, maka perlu dilakukan perluasan penelitian untuk mengkaji faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan yang diukur melalui *debt to equity ratio* yang didasarkan pada kebijakan yang ditempuh oleh manajemen perusahaan PMA dan PMDN. Alasan pada penelitian ini dilakukan uji beda pada perusahaan PMA dan PMDN karena berdasarkan data diatas perusahaan PMDN cenderung lebih sering menggunakan hutang daripada perusahaan PMDN. Hal tersebut dapat dilihat bahwa perusahaan PMA secara prosentase

lebih sedikit yang mempunyai DER diatas 1 (26,83%) dari pada perusahaan PMDN (60,89%).

## **1.2. Perumusan Masalah**

Permasalahan dalam penelitian ini ditunjukkan karena adanya perbedaan dalam menentukan kebijakan pendanaan antara perusahaan PMA dan PMDN, dimana perusahaan PMA secara prosentase lebih sedikit yang mempunyai DER diatas 1 (26,83%) dari pada perusahaan PMDN (60,89%) meski perusahaan PMA mempunyai populasi yang lebih kecil (12,42%) daripada perusahaan PMDN (87,58%).

Selain itu, juga terdapat perbedaan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti terdahulu (Bagnani et al., 1994; Mohd et al., 1994; Fitrijanti dan Hartono (2002); Wahidahwati, 2002 dan Suranta dan Midiastuty, 2003) mengenai pengaruh (1) Kepemilikan saham manajemen, (2) kepemilikan saham institusi, (3) Asset Growth, (4) Sales Growth dan (5) ROA(T-1) terhadap DER

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan pertanyaan penelitiannya, bagaimana pengaruh Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, Asset Growth, Sales Growth, dan ROA(T-1) secara parsial terhadap DER dan membandingkan membandingkan kebijakan hutang perusahaan yang tercermin melalui DER pada perusahaan PMA dan PMDN yang listed di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2004.

### **1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

#### **1.3.1. Tujuan Penelitian**

Sesuai dengan permasalahan penelitian tersebut, maka tujuan penelitian ini dapat dirinci sebagai berikut:

1. Menganalisis pengaruh kepemilikan saham manajemen terhadap kebijakan pendanaan yang tercermin dalam *debt equity ratio*.
2. Menganalisis pengaruh kepemilikan saham institusi terhadap kebijakan pendanaan yang tercermin dalam *debt equity ratio*.
3. Menganalisis pengaruh asset growth terhadap kebijakan pendanaan yang tercermin dalam *debt equity ratio*.
4. Menganalisis pengaruh sales growth terhadap kebijakan pendanaan yang tercermin dalam *debt equity ratio*.
5. Menganalisis pengaruh return on asset terhadap kebijakan pendanaan yang tercermin dalam *debt equity ratio*.
6. Menganalisis perbedaan dari kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institutional, asset growth, sales growth dan ROA dalam mempengaruhi *debt to equity ratio* (DER) antara perusahaan PMA dan PMDN yang listed di Bursa Efek Jakarta.

#### **1.3.2. Kegunaan Penelitian**

Penelitian ini bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan terutama investor sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi di pasar modal. Secara terperinci manfaat penelitian dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Untuk klarifikasi pendapat penelitian terdahulu atau memperdalam kajian terdahulu.
2. Untuk mengembangkan penelitian terdahulu.

3. Replikasi/ mencontoh penelitian bursa luar apa berlaku di BEJ.
4. Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan manfaat bagi penelitian selanjutnya sebagai dasar perluasan penelitian terutama yang berhubungan dengan proporsi kepemilikan perusahaan, asset growth dan sales growth yang dikaitkan dengan *debt equity ratio* (DER).
5. Mengembangkan *agency theory* yang dapat digunakan untuk memformulasikan permasalahan (*conflict*) antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*).

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

#### **2.1. Telaah Pustaka**

##### **2.1.1. Struktur modal**

Dasar kebijakan pendanaan berkaitan dengan sumber dana, baik itu sumber internal maupun sumber eksternal secara teoritis didasarkan pada dua kerangka teori yaitu *balance theory* atau *pecking order theory*. Harris dan Raviv (1991) berpendapat bahwa dasar pemikiran teoritis kedua kerangka tersebut telah didefinisikan dengan jelas. Namun tidak dapat dipahami pada kondisi mana sesungguhnya kedua kerangka teori tersebut dapat diterapkan.

Berdasarkan *balance theory*, struktur modal yang optimal dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan Pajak atas penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan (Myers 1984; dan Brigham & Gapenski, 1996). *Balance theory* memprediksi suatu hubungan variabilitas pendapatan dan penggunaan utang. Konsisten dengan *balance theory*, Theis dan Klock (1992), menyatakan bahwa variabilitas pendapatan berpengaruh negatif terhadap hutang jangka panjang, namun Titman dan Wessels (1988) tidak mendukung harapan teoritisnya bahwa modal dipengaruhi oleh perlindungan pajak terutang, variabilitas pendapatan dan pertumbuhan perusahaan.

Pendanaan atas dasar *pecking order theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal. Apabila digunakan dana yang berasal dari eksternal maka urutan pendanaan yang disarankan adalah pertama dari utang, diikuti penerbitan ekuitas baru dan

yang terakhir dari laba ditahan (Myers, 1984). Gordon Donaldson dalam Myers (1984) mengajukan teori tentang asimetri informasi (*pecking order*) manajemen perusahaan mengetahui lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan investor di pasar modal.

Kebijakan pendanaan berkaitan dengan sumber dana, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari kegiatan perusahaan. Sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang. Modal dalam suatu bisnis merupakan salah satu sumber kekuatan untuk dapat melaksanakan aktivitasnya. Setiap perusahaan dalam melaksanakan kegiatannya selalu berupaya untuk menjaga keseimbangan finansialnya. Struktur modal berasosiasi dengan profitabilitas. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi hutang dengan ekuitas. Dana yang berasal dari hutang mempunyai biaya modal dalam bentuk biaya bunga. Dana yang berasal dari ekuitas mempunyai biaya modal berupa deviden. Perusahaan akan memilih sumber dana yang paling rendah biayanya di antara berbagai alternatif sumber dana yang tersedia. Komposisi hutang dan ekuitas tidak optimal akan mengurangi profitabilitas perusahaan dan sebaliknya.

Penentuan struktur modal merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Keputusan yang diambil

oleh manajemen dalam pencarian sumber dana tersebut sangat dipengaruhi oleh para pemilik/ pemegang saham. Sesuai dengan tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham, maka setiap kebijakan yang akan diambil oleh pihak manajemen selalu dipengaruhi oleh keinginan para pemegang saham (Brigham, 1983 : p. 457).

Robert Ang (1997), setelah struktur modal ditentukan, maka perusahaan selanjutnya akan menggunakan dana yang diperoleh tersebut untuk operasional perusahaan. Aktivitas operasional perusahaan dikatakan menguntungkan jika *return* yang diperoleh dari hasil operasional tersebut lebih besar daripada biaya modal (*cost of capital*); dimana biaya modal ini merupakan rata-rata tertimbang dari biaya pendanaan (*cost of funds*) yang terdiri dari biaya (bunga) pinjaman dan biaya modal sendiri. Biaya modal sendiri terdiri dari dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa dan dividend kepada pemegang saham preferen. Sedangkan biaya pinjaman merupakan biaya bunga bersih (setelah dikurangi tarif pajak). Besarnya komposisi dari hutang dan modal sendiri serta biaya yang ditimbulkan itulah yang perlu dipertimbangkan oleh manajemen; apakah akan memperbesar rasio hutang, ataukah memperkecil rasio hutang. Peningkatan rasio hutang, apabila biaya hutang relatif lebih kecil daripada biaya modal sendiri; demikian sebaliknya.

Brigham (1983) menunjukkan ada beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan dalam keputusan pendanaan. Faktor-faktor tersebut antara lain adalah : (Brigham, 1983: 472-473)

1. Stabilitas penjualan. Jika penjualan relatif stabil, maka perusahaan akan dapat menjamin hutang yang lebih besar, sehingga stabilitas penjualan akan berpengaruh positif terhadap rasio hutang.
2. Struktur Asset. Asset perusahaan yang digunakan sesuai dengan aktivitas utama perusahaan cenderung akan menjamin pinjaman yang diterima, sehingga kreditor semakin terjaga keamanan.
3. Tingkat pertumbuhan. Tingkat pertumbuhan ditunjukkan dengan peningkatan penjualan dari periode ke periode. Tingkat pertumbuhan ini umumnya diukur dengan besarnya ukuran perusahaan (*size*) dari penjualan. Dengan semakin meningkatnya *size*, maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan. Dengan meningkatnya aktivitas operasional diharapkan penjualan juga meningkat.
4. Profitabilitas. Tingkat keuntungan yang dicapai dari hasil operasional tercermin dalam *return on equity*. Meningkatnya ROE akan meningkatkan laba ditahan, sehingga komponen modal sendiri semakin meningkat. Dengan meningkatnya modal sendiri, maka rasio hutang menjadi menurun (dengan asumsi hutang relatif tetap). Di sisi lain, meningkatnya ROE menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, hal ini lebih meningkatkan kepercayaan kreditor terhadap perusahaan; sehingga jumlah hutang ada kecenderungan meningkat. Dengan meningkatnya hutang (relatif lebih besar daripada laba ditahan) maka

rasio hutang terhadap modal sendiri meningkat. Dengan demikian rasio profitabilitas dapat berpengaruh negatif bila mendapat tambahan hutang dan berpengaruh positif bila terjadi peningkatan laba ditahan dan tambahan hutang.

5. Pajak. Dengan semakin meningkatnya pajak, maka keinginan pemenuhan dana mengarah pada peningkatan hutang, karena meningkatnya pajak akan memperkecil *cost of debt*.

### **2.1.2. Teori Struktur Modal**

Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat resiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham,1999). Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan (Suad Husnan,1998).

Modigliani dan Miller (1958) yang selanjutnya terkenal dengan teori MM dalam artikelnya yang berjudul “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment “ dikemukakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER karena adanya efek dari *corporate tax shield*. Hal ini disebabkan karena dalam keadaan pasar

sempurna dan ada pajak, pada umumnya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak atau kata lain bersifat *tax deductible*. Dengan demikian, apabila ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama tetapi perusahaan yang satu menggunakan hutang dan membayar bunga sedangkan perusahaan yang lain tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

Namun pendapat Modigliani dan Miller yang menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilainya bila menggunakan hutang sebesar-besarnya (dalam keadaan pajak) ini mengundang kritik dan keberatan dari para praktisi. Keberatan tersebut disebabkan oleh asumsi yang dipergunakan oleh Modigliani dan Miller dalam analisis mereka, yaitu pasar modal adalah sempurna. Adanya ketidaksempurnaan pasar modal menyebabkan pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan untuk menggunakan leverage yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan (Husnan,1998). Apabila pasar modal tidak sempurna, kemungkinan antara lain karena munculnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan atau adanya informasi asimetris.

### 2.1.3. The Trade off Model

Teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myers,1991). Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang, dimana dalam keadaan pajak nilai perusahaan akan naik minimal dengan biaya modal yang minimal.

Asumsi dasar yang digunakan dalam teori *trade off* adalah adanya informasi asimetris yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan, yaitu adanya informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan dimana perusahaan dapat menyampaikan informasi kepada publik. Menurut Teuku Mirza (1996) Teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh pada saat terjadinya keseimbangan antara keuntungan *tax shield of leverage* dengan *financial distress dan agency cost of leverage*.

Model ini secara implisit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan.

*The Trade off Model* memang tidak dapat digunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan. Tapi

melalui model ini memungkinkan dibuat tiga kesimpulan tentang penggunaan leverage.(Teuku Mirza,1996)

1. Perusahaan dengan resiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan yang hutang lebih besar.
2. Perusahaan yang memiliki *tangible asset* dan *marketable assets* seperti real estate seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets* seperti patent dan goodwill. Hal ini disebabkan karena intangible assets lebih mudah untuk kehilangan nilai apabila terjadi *financial distress*, dibandingkan *standart assets* dan *tangible assets*.
3. Perusahaan-perusahaan di negara yang tingkat pajaknya tinggi seharusnya memuat hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah, karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

#### **2.1.4. Balancing Theory**

Model struktur modal dalam lingkup *Balancing theories* ( Myers,1984 dan Bayles and Diltz,1994) disebut sebagai teori keseimbangan yaitu menyeimbangkan komposisi hutang dan modal sendiri. Teori ini pada intinya yaitu menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih besar, hutang akan

ditambah. Tetapi bila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi ditambah. Pengorbanan karena menggunakan hutang tersebut bisa dalam bentuk biaya kebangkrutan (*Bankruptcy cost*) dan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya kebangkrutan antara lain terdiri dari *legal fee* yaitu biaya yang harus dibayar kepada ahli hukum untuk menyelesaikan klaim dan *distress price* yaitu kekayaan perusahaan yang terpaksa dijual dengan harga murah sewaktu perusahaan dianggap bangkrut. Semakin besar kemungkinan terjadi kebangkrutan dan semakin besar biaya kebangkrutan, semakin tidak menarik menggunakan hutang. Hal ini disebabkan adanya biaya kebangkrutan, biaya modal sendiri akan naik dengan tingkat yang makin cepat. Sebagai akibatnya, meskipun memperoleh manfaat penghematan pajak dari penggunaan hutang yang besar berdampak oleh kenaikan biaya modal sendiri yang tajam, sehingga berakhir dengan menaikkan biaya perusahaan.

DeAngelo dan Masulis (1980) juga membahas mengenai biaya kebangkrutan saat membuktikan dampak perubahan komposisi hutang terhadap harga saham. Mereka menunjukkan bahwa *abnormal returns* pada hari pengumuman dari perusahaan-perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang, ternyata positif. Sedangkan perusahaan yang menurunkan *leverage* ternyata memperoleh *abnormal returns* yang negatif pada hari pengumuman dan sehari setelahnya. *Abnormal returns* yang positif berarti bahwa keuntungan yang diperoleh para pemodal lebih besar dari keuntungan yang seharusnya. *Abnormal returns* yang positif bagi perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang berarti bahwa peningkatan

leverage dinilai memberikan manfaat bagi pemodal dalam bentuk penghematan pajak. Disamping itu mereka juga menunjukkan bahwa nampaknya manfaat dari penghematan pajak lebih dari kerugian karena kemungkinan munculnya biaya kebangkrutan (Husnan, 1998 ).

Biaya lain yang timbul adalah biaya keagenan yaitu biaya yang muncul kerana perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Ada kemungkinan pemilik perusahaan yang menggunakan hutang melakukan tindakan yang merugikan kreditor, sebagai misal perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek beresiko tinggi. Biaya keagenan ini antara lain terdiri dari biaya kehilangan kebebasan karena kreditor melindungi diri dengan perjanjian-perjanjian pada saat memberikan kredit, dan biaya memonitor perusahaan untuk menjamin perusahaan menaati perjanjian yang dibebankan pada perusahaan dalam bentuk bunga hutang yang lebih tinggi (Lukas Setia Atmaja, 1999). Pembahasan mengenai masalah keagenan ini juga dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976).

Contoh lain yang mengadakan pembahasan mengenai *balancing theories* seperti Kraus dan Litzenberger (1972), Kim (1982), Ross (1985), dan Leland (1994) pada intinya membuktikan bahwa peningkatan DER sesungguhnya menyebabkan peningkatan biaya yang berkaitan dengan *leverage* dimana peningkatan nilai perusahaan pada akhirnya akan berhenti. Masih dalam lingkup *balancing theories*, model optimal yang dinamik dari Fisher, Heinkel, dan Zechner (1989), serta Mauer dan Triantis (1994) tidak

mendukung struktur modal yang statis. Meskipun demikian, kebijakan pendanaan dinamik yang optimal masih dicirikan dengan *trade off*, antara manfaat *corporate tax shield* dari hutang dan biaya hutang (Robert M. Hull, 1999).

Penggunaan hutang yang semakin besar akan meningkatkan keuntungan dari penggunaan hutang tersebut, namun semakin besar pula biaya kebangkrutan dan biaya keagenan bahkan lebih besar. Dengan memasukkan pertimbangan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan ke dalam model MM dengan pajak, disimpulkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Titik balik tersebut disebut struktur modal yang optimal (Lukas S. Atmaja, 1999)

#### **2.1.5. Pecking Order Theory**

Pada tahun 1984 Myers dan Majluf mengemukakan mengenai teori ini, mereka menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan modal sendiri eksternal sebagai pilihan terakhir (J. Fred Weston dan Thomas E. copeland, 1995). *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan-perusahaan yang profitable umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan karena mereka

memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena hutang merupakan sumber eksternal yang disukai. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham.

*Model asymmetric information signaling* ini menyatakan bahwa tingkat informasi yang berbeda antara *insiders*/pihak manajemen dan *Outsiders*/ pihak pemodal (pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada pihak pemodal) sedemikian rupa hingga *insiders* bertindak sebagai penyampai informasi mengenai nilai perusahaan pada *outsiders*. Model tersebut memprediksi bahwa perubahan bauran antara hutang dan modal sendiri suatu perusahaan memuat informasi mengenai nilai saham.

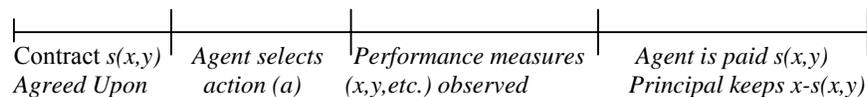
Leland dan Pyle (1977) membuktikan bahwa pengumuman penawaran saham menyebabkan perubahan proporsi kepemilikan *insiders* diharapkan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Ross (1977) menyatakan bahwa peningkatan *leverage* memuat informasi yang positif berkaitan dengan kapasitas perusahaan untuk menyediakan hutang dalam jumlah yang lebih besar. Sebaliknya penurunan *leverage* memberikan *signal* informasi yang negatif. Fama(1985) menyatakan bahwa perusahaan yang mengumumkan kesepakatan hutang dengan bank memberikan *signal* informasi yang positif. Hal ini disebabkan *bankers* mengetahui rahasia informasi yang negatif selama

proses peminjaman. Sebaliknya, perusahaan yang mengumumkan pengurangan hutang dari bank memuat informasi *insiders* yang tidak menguntungkan dari tindakan *bankers*. Lucas dan McDonald (1990) menyatakan bahwa pasar menduga adanya *overvaluation* pada saham saat manajer mengumumkan penawaran saham. *Signal* negatif yang diterima *outsiders* dapat dikurangi bila keunggulan informasi yang dimiliki oleh *insiders* dikurangi (Robert M Hull, 1999). Karena adanya asimetri informasi, pada awal dekade 1960-an Gordon Donaldson juga menyimpulkan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan dana dengan urutan: (1) Laba ditahan dan dana dari depresiasi (2) Hutang dan (3) Penjualan saham baru.

### 2.1.6. Proporsi Kepemilikan Saham dan Kebijakan Pendanaan

Lambert (2001) menyatakan bahwa *agency theory* merupakan model yang digunakan untuk memformulasikan permasalahan (*conflict*) antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*). *Agency conflict* terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dengan *agent*. Model *principal-agent* dapat digambarkan dalam gambar 2.1 sebagai berikut: (Lambert, 2001: 6).

**Gambar 2.1:**  
**Model Hubungan *Principal-Agent***



Pada gambar tersebut “s” menunjukkan fungsi kompensasi yang akan dijadikan dasar dan bentuk fungsi yang menghubungkan pengukuran kinerja dengan kompensasi agen; “y” menunjukkan *vector* pengukuran kinerja

berdasarkan kontrak. Berdasarkan kontrak tersebut agen akan menyeleksi dan atau melakukan aktivitas (*action* “a”) yang meliputi keputusan operasional, kebijakan pendanaan atau kebijakan investasi lainnya. Sedangkan “x” menunjukkan “*outcome*” atau hasil yang diperoleh perusahaan yang merupakan realisasi pengukuran kinerja yang dilakukan oleh agen.

Lambert (2001); Sloan (2001) dan Bushman dan Smith (2001) juga menyatakan bahwa konflik keagenan (*agency conflict*) muncul dari perbedaan kepentingan antara *agent* dan *principal*. Lebih jauh Lambert (2001) menyatakan bahwa kebijakan pendanaan merupakan salah satu fungsi dari *agent select action* – “a”. Dari pernyataan ini mengandung arti bahwa kebijakan pendanaan merupakan aktivitas (*action*) yang dilakukan oleh manajemen (*agent*).

Kebijakan pendanaan yang merupakan salah satu *action* “a” dari manajemen akan mempengaruhi kinerja perusahaan (Lambert, 2001). Action yang tercermin dalam kebijakan pendanaan merupakan aktivitas yang dilakukan oleh manajemen dalam rangka pencarian sumber dana (*financing*) untuk membiayai operasional perusahaan.

Kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen sangat terkait dengan besarnya sumber dana yang digunakan dalam operasional perusahaan. Lambert (2001) menyatakan bahwa dalam hubungan “*principal – agent*”, pihak manajemen (agen) melakukan aktivitas yang meliputi keputusan operasional, kebijakan pendanaan atau keputusan investasi lainnya. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan merupakan

salah satu aktivitas (*action*) yang dilakukan oleh manajemen sesuai dengan kontrak antara pemilik (*principal*) dengan manajemen (*agent*).

Teori keagenan (*agency theory*) juga menyatakan bahwa konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan (Wahidahwati, 2002). Namun munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost* (Jensen dan Mackling, 1976 dalam Wahidahwati, 2002). Biaya keagenan (*agency cost*) dapat dikurangi dengan beberapa alternatif antara lain: pertama, memberikan atau meningkatkan kepemilikan manajemen di dalam perusahaan (*insider shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan merasakan langsung dari hasil keputusan yang diambil; kedua, meningkatkan *dividend payout ratio*; ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang; dan keempat, *institutional investors*.

Pihak manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda dengan pemegang saham. Manajemen lebih berkepentingan untuk mendapatkan kompensasi dari hasil operasional perusahaan yang dijalankan. Kepentingan yang berbeda tersebut menyebabkan adanya konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham.

Sesuai dengan kenyataan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) kepemilikan perusahaan terbagi dalam empat kelompok yaitu pemegang saham pendiri, manajemen, investor institusional, dan publik. Sebagaimana dijelaskan di muka bahwa kepemilikan yang menyebar sangat dimungkinkan terjadi konflik

keagenan (*agency conflict*) terutama antara pihak manajemen dengan tiga kelompok pemegang saham (pendiri, investor investor institusional, dan publik), sehingga kebijakan pendanaan perusahaan juga akan ditentukan oleh keempat kelompok tersebut (manajemen, pendiri, investor institusional, dan publik).

Struktur kepemilikan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* saja, tetapi juga ditentukan oleh prosentase kepemilikan oleh manajer dan institusional. Kepemilikan yang menyebar tersebut dapat mengurangi *agency cost*.

Kebijakan pendanaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Keputusan yang diambil oleh manajemen dalam pencarian sumber dana tersebut sangat dipengaruhi oleh para pemilik/ pemegang saham.

Sumber pendanaan perusahaan dapat diperoleh dari dalam (intern) perusahaan seperti modal saham, laba ditahan, dan laba tahun berjalan; dan sumber dana yang berasal dari pihak ekstern yaitu hutang (baik hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang). Dalam manajemen keuangan proporsi antara jumlah dana dari dalam dan luar lazim disebut sebagai struktur pendanaan atau struktur modal (*capital structure*). Brigham (1983, p.452) menyatakan bahwa dalam mengembangkan target *capital structure* perlu dilakukan analisis dari banyak faktor dengan mempertimbangkan kondisi

keuangan perusahaan. Kebijakan struktur modal tersebut tercermin dalam besarnya *debt ratio*.

Kebijakan pendanaan merupakan salah satu fungsi dari *agent select action* dan bukan merupakan ukuran dari rasio hutang terhadap ekuitas (DER) (Lambert, 2001). Oleh karenanya perlu dilakukan penelitian untuk membuktikan bahwa proporsi kepemilikan bukan sebagai faktor yang mempengaruhi DER; tetapi proporsi kepemilikan merupakan indikator yang membentuk kebijakan pendanaan. Sesuai dengan kenyataan di perusahaan-perusahaan yang listed di BEJ menunjukkan bahwa kepemilikan saham perusahaan terdiri dari: pemegang saham pendiri, institusional, publik, dan manajemen, maka keempat kelompok pemilik tersebut merupakan indikator dalam penentuan kebijakan pendanaan.

#### **2.1.7. Debt to Equity Ratio (DER)**

Struktur modal dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara total debt (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri).

*Total debt* merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan *total shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga

berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Ang, 1997).

#### **2.1.8. Kepemilikan Saham Manajemen (*Insider Ownership*)**

Demsetz dan Lehn (1985) menyajikan beberapa argumen untuk hipotesa bahwa *insider ownership* dapat bervariasi diantara perusahaan-perusahaan. Umumnya, manfaat-manfaat dari *insider ownership* dihubungkan dengan tambahan dalam potensi kontrol dari para manajer yang mengambil andil besar dalam perusahaan. Biaya dari *insider ownership* ditanggung oleh para *insider* yang harus mengalokasikan sebagian besar dari kekayaan mereka untuk perusahaan, dan harus memegang suatu portofolio yang tak terdiversifikasi (*undiversified*). Di sisi lain, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan meningkatkan beban bunga pinjaman karena risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi.

Kontrol terhadap suatu perusahaan memberikan nilai incremental terbesar bila ternyata *asimetry informasional* antara *insider* dan *outsidernya* paling besar. Jika *outsider* mengetahui usaha-usaha perusahaan dan manajerial seperti yang diketahui oleh *insider*, maka nilai *incremental* yang diperoleh *insider* menjadi kecil. Demsetz dan Lehn (1985) berargumen bahwa risiko spesifik perusahaan yang tinggi adalah meningkatkan nilai *managerial ownership*, hal ini disebabkan kontribusi para manajer terhadap kinerja perusahaan sulit diukur karena adanya hambatan yang diciptakan oleh faktor-faktor eksternal. Perusahaan-perusahaan dengan jumlah divisi yang besar juga akan lebih mahal untuk dimonitor bagi para *outsider*.

### **2.1.9. Kepemilikan Saham Institusi (*Institutional Ownership*)**

Institutional ownership berfungsi sebagai *monitoring agents*, Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham (*shareholder dispersion*) antara pemegang saham dari luar (*outside shareholder*) yaitu institutional 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 institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insider*.

Hal senada Bathala et al (1994) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh oleh institusi (*institutional investor*) merupakan salah satu *monitoring agents* penting yang memainkan peranan secara aktif dan konsisten didalam melindungi investasi saham yang dipertaruhkan didalam perusahaan mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham.

### **2.1.10. Asset growth**

Asset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar asset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan asset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri.

Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya asset yang dimiliki perusahaan (Robert Ang,1997).

Peningkatan asset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya asset yang dimiliki perusahaan (Robert Ang,1997).

*Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan-perusahaan yang profitable umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena hutang merupakan sumber eksternal yang disukai. Teori Pecking Order Theory juga menyimpulkan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan dana dengan urutan: (1) Laba ditahan dan dana dari depresiasi (2) Hutang dan (3) Penjualan saham baru.

Pertumbuhan aktiva cenderung berdampak positif terhadap *leverage* perusahaan (H. Kaaro, 2000) dengan argumentasi pertumbuhan aktiva lebih mencerminkan horison waktu lebih panjang, investasi pada aktiva membutuhkan waktu sebelum siap dioperasikan, sehingga aktivitas yang dilakukan tidak langsung terkait dengan penerimaan. Peningkatan aktiva dilakukan perusahaan bila terdapat prospek yang bagus. Dalam hal kebutuhan

dana internal tidak mencukupi akan mendorong perusahaan menggunakan hutang. Oleh karena itu pertumbuhan total aktiva cenderung berdampak positif terhadap DER. Sementara Wahidahwati (2002) menunjukkan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*.

#### **2.1.11. Sales growth**

Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi, harus menyediakan modal yang cukup untuk membelanjai perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat (Weston dan Brigham,1994). Bagi perusahaan dengan tingkat sales growth dan laba yang tinggi kecenderungan perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber dana eksternal yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat sales growthnya rendah.

Kaaro (2001) menemukan bahwa tingkat sales growth perusahaan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Windhyastiti (1999) yang menunjukkan hasil yang negatif pada kelompok lembaga pembiayaan namun pada kelompok industri makanan dan minuman sales growth menunjukkan pengaruh yang positif. Meivininta (1999) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa sales growth berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio* (DER), sementara kontradiktif dengan hasil penelitian terdahulu diatas, hasil penelitian Agus Eko Sujianto (2001) tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan sales growth terhadap DER. Namun berdasarkan teori yang mendasarinya sales growth dinyatakan berpengaruh positif terhadap DER oleh

Brigham dan Houston (2001), dimana dengan semakin meningkatnya sales growth, maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan.

#### **2.1.12. Return on Asset Tahun Sebelumnya (ROA (t-1))**

ROA merupakan salah satu rasio rentabilitas yang terpenting digunakan untuk memprediksi harga atau return saham perusahaan publik. Rentabilitas merupakan salah satu rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental. Rasio-rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental dapat dikelompokkan dalam 5 jenis yaitu: rasio likuiditas, aktivitas, rentabilitas, solvabilitas dan rasio pasar (Robert Ang,1997).

ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan total investasi yang dilakukan perusahaan. ROA juga merupakan perkalian antara *factor net income margin* dengan perputaran aktiva. *Net income margin* menunjukkan kemampuan memperoleh laba dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan perputaran aktiva menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan penjualan dari aktiva yang dimilikinya. Apabila salah satu dari faktor tersebut meningkat (atau keduanya), maka ROA juga akan meningkat. Bila ROA meningkat berarti profitabilitas perusahaan meningkat, sehingga dampak akhirnya adalah peningkatan profitabilitas yang dinikmati oleh pemegang saham (Suad Husnan,1998: hal. 340).

## **2.2. Penelitian Terdahulu**

Beberapa peneliti telah melakukan penelitian yang menghubungkan antara berbagai faktor (termasuk proporsi kepemilikan) dengan kebijakan kebijakan pendanaan (Husnan, 2001; Wahidahwati, 2002; Suranta dan Mediastuty, 2003; Sloan, 2001; Bushman dan Smith, 2001).

Sementara beberapa peneliti Indonesia yang menghubungkan antara beberapa faktor (termasuk proporsi kepemilikan) dengan kebijakan pendanaan seperti disajikan pada tabel 2.1.

**Tabel 2.1:**  
**Hubungan Beberapa Variabel (Termasuk Proporsi Kepemilikan, Asset Growth, Sales Growth Dan ROA) Dengan Kebijakan Pendanaan**

No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
1	Bagnani et al	1994	<b>Dependen:</b> Return Saham <b>Independen:</b> kepemilikan saham manajemen, financial leverage, risiko bisnis, ukuran perusahaan, dan karakteristik obligasi	Kepemilikan saham manajemen, financial leverage, risiko bisnis, ukuran perusahaan, dan karakteristik obligasi berpengaruh signifikan terhadap return saham
2	H. Kaaro	2000	<b>Dependen:</b> Debt Rasio <b>Independen:</b> kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, asset growth	Kebijakan dividen tidak berpengaruh, profitabilitas dan sales growth berpengaruh negatif signifikan, asset growth berpengaruh positif signifikan.
3	Husnan	2001	<b>Dependen:</b> ROE dan Abnormal Return <b>Independen:</b> DER	DER tidak signifikan berpengaruh terhadap ROE bagi pemegang saham multinasional; sedangkan bagi pemegang saham mayoritas bukan multinasional DER berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE. Bagi dua kelompok pemegang saham tersebut DER tidak signifikan berpengaruh terhadap abnormal return
4	Sekar Mayangsari	2001	<b>Dependen:</b> Leverage, <b>Independen:</b> pertumbuhan laba bersih, perubahan modal kerja, struktur aset, <i>size, operating leverage</i>	Variabel variabel yang secara signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan adalah besaran perusahaan, profitabilitas, struktur aset, dan perubahan modal kerja
5	Suranta dan Mediastuty	2003	<b>Dependen:</b> Nilai Perusahaan (Tobin's Q) <b>Independen:</b> nilai investasi, persentase kepemilikan manajerial, kepemilikan direksi, firm size, leverage, likuiditas dan ROA(T-1)	Leverage signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; sedangkan kepemilikan manajemen dan <i>firm size</i> berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sementara variabel yang lainnya tidak signifikan.
6	Fitrijanti dan Hartono	2002	<b>Dependen:</b> Kebijakan pendanaan, Dividen, Pertumbuhan <b>Independen:</b> IOS (MVEBVE, MVABVA, PER, CAPBVA, CAPMVA)	Tak satupun variabel IOS mewakili level IOS perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh cenderung memiliki leverage dan kebijakan dividen yang relatif rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan kebijakan pendanaan melalui hutang. Perusahaan yang tumbuh cenderung merupakan perusahaan besar.

No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
7	Wahidahwati	2002	<b>Dependen:</b> Debt Rasio <b>Independen:</b> kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, Size, DPR, Asset, Earning volatility, Stock volatility	Kepemilikan manajemen, institusional, <i>earning volatility</i> dan <i>stock volatility</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> , dan Size berpengaruh positif terhadap <i>debt ratio</i> . Sementara DPR dan Asset tidak signifikan terhadap <i>debt ratio</i> .

Sumber : Berbagai jurnal

Berdasar tabel 2.1 dalam penelitian Suranta dan Mediastuty (2003) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan nilai perusahaan, dan kepemilikan manajerial mempengaruhi investasi perusahaan; namun antara kepemilikan manajerial dengan investasi tidak ditemukan hubungan yang signifikan.

Fitrijanti dan Hartono (2002) menunjukkan bahwa perusahaan bertumbuh (perusahaan besar) memiliki *leverage* dan kebijakan dividen lebih rendah daripada perusahaan yang tidak bertumbuh.

Sementara Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh pihak manajemen dan kepemilikan oleh pihak institusional berhubungan negatif dengan penggunaan hutang (*debt equity ratio*).

Hermendito Kaaro (2000) menyatakan bahwa pendekatan pertumbuhan perusahaan merupakan komplemen profitabilitas sebagai proksi *pecking order theory* untuk menilai prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Dua pertumbuhan perusahaan yang terkait tetapi memiliki implikasi yang berbeda terhadap *leverage* adalah sales growth dan pertumbuhan total aktiva. Sales growth mencerminkan prospek perusahaan dengan rentang waktu lebih panjang dari profitabilitas tetapi lebih pendek dari asset growth. Penelitian Hermendito Kaaro (2000) menguji pengaruh kebijakan dividen,

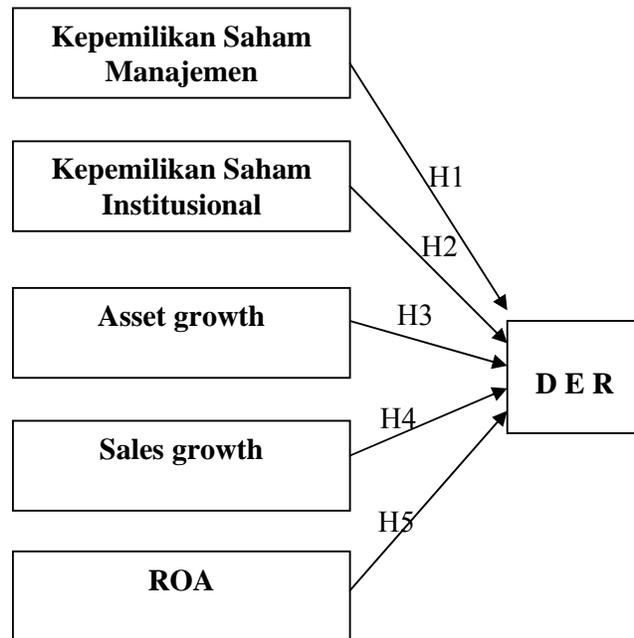
profitabilitas, sales growth dan asset growth terhadap *debt to equity ratio* (DER), dengan menggunakan analisis regresi hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap DER, sementara profitabilitas dan sales growth berpengaruh negatif dan asset growth berpengaruh positif.

Sekar Mayangsari (2001) menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan : Pengujian *pecking order hypothesis*. Variabel yang digunakan pertumbuhan laba bersih, perubahan modal kerja, struktur aset, *size* dan *operating leverage*. Alat analisis yang digunakan adalah metode regresi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel-variabel yang secara statistik signifikan mempengaruhi kebijakan pendanaan adalah *size*, profitabilitas, struktur aset, dan perubahan modal kerja.

### **2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis**

Berdasarkan telaah pustaka tersebut maka kerangka pemikiran teoritis tentang “Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, asset growth, sales growth dan ROA terhadap Kebijakan Pendanaan di Bursa Efek Jakarta dapat digambarkan pada gambar 2.2 sebagai berikut:

**Gambar 2.2:**  
**Kerangka Pemikiran Teoritis**



## **2.4. Perumusan Hipotesis**

### **2.4.1. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen Terhadap DER**

Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen terdapat kecenderungan akan berhati-hati dalam menggunakan kebijakan hutang, sebagaimana dinyatakan oleh Wahidahwati (2002) bahwa meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen akan menurunkan jumlah hutang, sehingga kepemilikan saham oleh manajemen berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER).

Pada penelitian ini insider ownership dibagi kedalam tiga kategori yaitu insider ownership yang besar, menengah dan kecil, hal ini sesuai dengan penelitian Bagnani et al (1994) yang membedakan insider ownership

perusahaan menjadi 3, dimana manajemen perusahaan yang mempunyai kepemilikan saham diatas 25% masuk dalam kategori kepemilikan manajemen besar, yang mempunyai 5-25% masuk dalam kategori kepemilikan manajemen menengah sedangkan yang mempunyai kepemilikan saham lebih kecil dari 5% masuk dalam kategori kepemilikan manajemen kecil.

Hipotesis 1: Ada pengaruh yang signifikan negatif antara kepemilikan saham manajemen terhadap kebijakan pendanaan (DER)

#### **2.4.2. Pengaruh Kepemilikan Saham Institusi Terhadap DER**

Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen maka konsentrasi/penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd et al, 1998).

Hasil penelitian terdahulu yang menghubungkan pengaruh antara kepemilikan saham institusi terhadap struktur modal perusahaan yang tercermin dalam *debt to equity ratio* (DER) dilakukan oleh Chaganti dan Damanpour (1991), dimana hasil penelitiannya menunjukkan adanya pengaruh negatif antara kepemilikan saham institusi (*institutional ownership*) terhadap DER. Hasil penelitian Chaganti dan Damanpour (1991) konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (1998) yang juga menemukan pengaruh yang negatif antara kepemilikan saham institusi terhadap *debt to equity ratio*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *institutional ownership* yang meningkat akan menurunkan DER.

Hipotesis 2: Ada pengaruh yang signifikan negatif antara kepemilikan saham institusional terhadap kebijakan pendanaan (DER)

#### **2.4.3. Pengaruh Asset growth Terhadap DER**

Ozkan (2001) menyatakan bahwa jumlah hutang yang dikeluarkan oleh perusahaan berpengaruh negatif dengan pertumbuhan dimana hal tersebut akan dapat meningkatkan nilai bagi perusahaan pada saat perusahaan diambil alih. Hal ini berarti bahwa perusahaan dalam memenuhi kebutuhan danannya dengan menggunakan hutang yang beresiko akan meningkatkan kesempatan berinvestasi.

Peningkatan assets yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan kedalam perusahaan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Robert Ang, 1997).

Hasil penelitian yang menghubungkan antara asset growth dengan *debt equity ratio* dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menunjukkan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt equity* rasio. Hal ini kontradiktif dengan hasil penelitian dari Hermendito Kaaro (2000) dan Sekar Mayangsari (2001) yang menunjukkan bahwa asset growth terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap *debt to equity ratio*.

Hipotesis 3: Ada pengaruh yang signifikan positif antara asset growth terhadap kebijakan pendanaan (DER)

#### **2.4.4. Pengaruh Sales growth Terhadap DER**

Sofiati (2001) menemukan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Titman dan Wessel (1988) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi mempunyai pengaruh negatif dengan *debt equity ratio* (DER). Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian Myers (1984) bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi cenderung mengambil utang yang lebih sedikit. Hermendito Kaaro (2000) juga menunjukkan bahwa sales growth berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio* (DER).

Hipotesis 4: Ada pengaruh yang signifikan negatif antara sales growth terhadap kebijakan pendanaan (DER)

#### **2.4.5. Pengaruh ROA Terhadap DER**

*Return on asset* (ROA) merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total investasi. Mengingat investasi perusahaan dalam bentuk aktiva (*assets*), maka ROA sering disebut juga dengan *return on asset* (ROA). Semakin tinggi ROA menunjukkan semakin baik kinerja perusahaan, karena dana yang diinvestasikan ke dalam assets dapat menghasilkan *earning after tax* (EAT) yang semakin tinggi (Robert Ang, 1997).

Meningkatnya ROA tersebut akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt to equity ratio* juga semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang

relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri). Dengan demikian hubungan antara ROA dan *debt to equity ratio* (DER) diharapkan mempunyai hubungan positif. Sedangkan dari hasil penelitian terdahulu belum ada penelitian yang menghubungkan antara ROA dengan DER, maka hal ini merupakan perluasan penelitian dari peneliti terdahulu.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat diajukan hipotesis alternatif kelima sebagai berikut:

Hipotesis 5: Ada pengaruh yang signifikan positif antara ROA terhadap kebijakan pendanaan (DER)

Sedangkan untuk menganalisis dan mengetahui perbedaan dari penentuan kebijakan pendanaan yang tercermin melalui DER antara perusahaan PMA dan PMDN yang listed di Bursa Efek Jakarta, maka dirumuskan hipotesis keenam sebagai berikut:

Hipotesis 6: Terdapat perbedaan dari kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institutional, asset growth, sales growth dan ROA dalam mempengaruhi *debt to equity ratio* (DER) antara perusahaan PMA dan PMDN yang listed di Bursa Efek Jakarta

## **BAB III METODE PENELITIAN**

### **3.1. Jenis dan Sumber Data**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang sumber datanya diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* 2005 untuk periode pengamatan 2002 s/d 2004 secara tahunan. Sumber data ini didasarkan pada pertimbangan bahwa ICMD yang terakhir dipublikasi oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) adalah ICMD 2005; dimana dalam ICMD 2005 memuat laporan keuangan 3 tahun terakhir yaitu tahun 2002, 2003, dan 2004.

### **3.2. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya terdaftar di BEJ sejak 2002-2004 sehingga populasi penelitian ini berjumlah 330 perusahaan. Dari 330 perusahaan yang dijadikan obyek dalam penelitian ini tidak semua manajemen perusahaan mempunyai proporsi dalam kepemilikan saham, oleh karena itu diperlukan teknik sampling untuk mendapat sampel sesuai dengan kebutuhan penelitian. Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria:

1. Perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2002-2004);

2. Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen dan institusi selama periode pengamatan (2002-2004).

Dari populasi sebanyak 330 perusahaan, diperoleh sebanyak 40 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel. Dimana jumlah perusahaan PMA sejumlah 16 perusahaan dan jumlah perusahaan PMDN sejumlah 24 perusahaan.

### **3.3. Prosedur Pengumpulan Data**

Pengumpulan data didasarkan pada laporan keuangan yang dipublikasikan oleh BEJ melalui *Capital Market Directory* (ICMD 2005) periode 2002, 2003, dan 2004.

### **3.4. Definisi Operasional variabel**

Berdasarkan telaah pustaka dan kerangka pemikiran teoritis serta hipotesis yang diajukan, maka definisi operasional variabel penelitian dapat diidentifikasi seperti yang ditunjukkan dalam tabel 3.1.

**Tabel 3.1:**  
**Definisi Operasional Variabel**

No	Variabel	Definisi	Skala Pengukur	Pengukuran
1	Kepemilikan Saham manajemen	Rasio antara kepemilikan saham manajemen terhadap total saham beredar	Rasio	$\frac{\text{Kep.Shm.Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}}$
2	Kepemilikan Institusional	Rasio antara kepemilikan saham institusional terhadap total saham beredar	Rasio	$\frac{\text{Kep.Shm.Institusional}}{\text{Total Saham Beredar}}$
3	Asset growth	Rasio antara total asset periode sekarang ( $\text{Asset}_t$ ) minus periode sebelumnya ( $\text{Asset}_{t-1}$ ) terhadap total asset periode sebelumnya ( $\text{Asset}_{t-1}$ )	Rasio	$\frac{\text{Asset}_t - \text{Asset}_{t-1}}{\text{Asset}_{t-1}}$
4	Sales growth	Perubahan pendapatan penjualan	Rasio	$\frac{\text{Net Sales}_t - \text{Net Sales}_{t-1}}{\text{Net Sales}_{t-1}}$
5	ROA	Rasio antara laba bersih setelah pajak tahun sebelumnya ( <i>earning after tax – EAT</i> ) terhadap total asset tahun sebelumnya	Rasio	$\frac{\text{EAT (t-1)}}{\text{Total Asset (t-1)}}$
6	DER	Rasio antara <i>total debt</i> terhadap <i>shareholder equity</i>	Rasio	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Shareholder Equity}}$

Sumber : Dikembangkan untuk penelitian ini

### 3.5. Teknik Analisis

Untuk menguji kekuatan variabel penentu yang pertama (proporsi kepemilikan saham yang terdiri: kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, asset growth, sales growth dan ROA) terhadap

kebijakan pendanaan (*debt equity ratio* – DER), maka dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (*ordinary least square* – OLS) dengan model dasar sebagai berikut:

$$DER = a + b_1 Sman + b_2 SInst + b_3 AG + b_4 SG + b_5 ROA + e$$

DER : Rasio antara Total Debt terhadap Shareholder Equity;

SMan : Proporsi Kepemilikan Saham Manajemen terhadap Total Saham Beredar;

SInst : Proporsi Kepemilikan Saham Institusional terhadap Total Saham Beredar;

AG : Perubahan asset;

SG : Perubahan pendapatan penjualan;

ROA : Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan total asset

$e$  : Variabel residual.

Besarnya konstanta tercermin dalam “a”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variabel independen ditunjukkan dengan  $b_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$ ,  $b_4$ , dan  $b_5$ . Kelima variabel bebas tersebut merupakan kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, asset growth, sales growth dan ROA; sedangkan variabel dependennya adalah kebijakan pendanaan (yang dicerminkan oleh *debt equity ratio* – DER).

### 3.6. Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap masing-masing hipotesis yang diajukan dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut:

Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen ( $X_i$ ) terhadap variabel dependen ( $Y$ ) baik secara parsial dilakukan dengan menggunakan uji-t sementara pengujian secara bersama-sama dilakukan dengan uji-f pada level 5% ( $\alpha = 0,05$ ).

*a. Uji t-statistik*

Uji keberartian koefisien ( $b_i$ ) dilakukan dengan statistik-t. Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. Uji ini dilakukan untuk menguji hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 5, adapun hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

$$H_0 : \beta_{1 s/d 5} = 0 \text{ dan}$$

$$H_i : \beta_{1 s/d 5} \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen  $X_i$  terhadap variabel dependen ( $Y$ ).

Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Error } b_i} \dots\dots\dots(1)$$

Jika  $t_{hitung} > t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$ , maka  $H_0$  ditolak; dan

Jika  $t_{hitung} < t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$ , maka  $H_0$  diterima.

*b. Uji F-statistik*

Uji ini digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Hipotesis ini dirumuskan sebagai berikut :

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_i : \rho \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen ( $X_1$  s/d  $X_5$ ) terhadap variabel dependen (Y).

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$F_{\text{-hitung}} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)} \dots\dots\dots (2)$$

Jika  $F_{\text{-hitung}} > F_{\text{-tabel}} (a, k-1, n-1)$ , maka  $H_0$  ditolak; dan

Jika  $F_{\text{-hitung}} < F_{\text{-tabel}} (a, k-1, n-k)$ , maka  $H_0$  diterima.

c. *Uji Chow Test*

Untuk menguji hipotesis 6 yang membedakan hasil regresi pada perusahaan PMA dan PMDN, selanjutnya digunakan model regresi *Chow Test* (alat untuk menguji kesamaan koefisien) dengan rumus: (Imam Ghozali, 2004)

$$F_{\text{hit}} = \frac{(RSS_r - RSS_{ur})/k}{RSS_{ur} / (n_1 + n_2 - 2k)} \dots\dots\dots (3)$$

- RSS<sub>r</sub> : *Sum of Squared Residual* untuk regresi dengan total observasi
- RSS<sub>ur</sub> : Penjumlahan *Sum of Squared Residual* dari masing-masing regresi menurut kelompok.
- n : Jumlah observasi
- k : Jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression*.
- r : Jumlah parameter yang diestimasi pada *unrestricted regression*.

Selanjutnya hasil dari F hitung ini akan dibandingkan dengan F tabel, jika  $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$ , maka hipotesis nol dapat ditolak. Jadi ada beda variabel

independen (kepemilikan saham manajemen kecil, kepemilikan saham institusi, Asset growth, Sales growth dan ROA) antara perusahaan PMA dan PMDN dalam mempengaruhi besarnya DER. Jika F hitung < F tabel maka yang terjadi sebaliknya.

### 3.7. Pengujian Asumsi Klasik

Mengingat data penelitian yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk memenuhi syarat yang ditentukan sebelum dilakukan uji hipotesis melalui uji-t dan uji-f serta untuk menentukan ketepatan model maka perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang digunakan yaitu: uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

#### 3.7.1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk mendeteksi normalitas dapat dilakukan dengan uji statistik. Test ststistik sederhana yang dapat dilakukan adalah berdasarkan nilai kurtosis atau skewness. Nilai z statistik untuk skewness dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Imam Ghozali,2001)

$$Z_{skewness} = \frac{\text{Skewness}}{\sqrt{6/N}} \dots\dots\dots(4)$$

Sedangkan nilai z kutosis dapat dihitung dengan rumus: (Imam Ghozali, 2004)

$$Z_{kurtosis} = \frac{\text{Kurtosis}}{\sqrt{24/N}} \dots\dots\dots(5)$$

Dimana N adalah jumlah sample, jika nilai Z hitung > Z table, maka distribusi tidak normal. Misalkan nial Z hitung > 2,58 menunjukkan penolakan asumsi normalitas pada tingkat signifikansi 0,10 dan pada tingkat signifikansi 0,05 nilai Z table = 1,96. Uji test statistik lain yang juga digunakan antara lain analisis grafik histogram, normal probability plots dan Kolmogorov-Smirnov test (Imam Ghozali, 2004).

**3.7.2. Uji Multikolinearitas**

**Uji Multikolinieritas** bertujuan untuk mengetahui adanya hubungan yang sempurna antar variabel independen dalam model regressi.. Metode untuk mendiagnose adanya *multicollinearity* dilakukan dengan diduganya korelasi (r) diatas 0,70 (Singgih Santoso, 1999:262); dan ketika korelasi derajat nol juga tinggi, tetapi tak satupun atau sangat sedikit koefisien regresi parsial yang secara individu signifikan secara statistik atas dasar pengujian “ t “ yang konvensional (Gujarati, 1995:166). Disamping itu juga dapat digunakan uji *Variance Inflation Factor* (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$VIF = 1 / \text{Tolerance} \dots\dots\dots(6)$$

Jika VIF lebih besar dari 5, maka antar variabel bebas (*independent variable*) terjadi persoalan multikolinearitas (Imam Ghozali, 2004).

### 3.7.3. Uji Heteroskedastisitas

**Uji Heteroskedastisitas** dilakukan untuk mendeteksi adanya penyebaran atau pancaran dari variabel-variabel. Selain itu juga untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varian dari residual dari pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedastisitas, dan jika varians berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas pada penelitian ini menggunakan metode grafik untuk melihat pola dari variabel yang ada berupa sebaran data. Heteroskedastisitas merujuk pada adanya disturbance atau variance yang variasinya mendekati nol atau sebaliknya variance yang terlalu menyolok. Untuk melihat adanya heteroskedastisitas dapat dilihat dari scatterplotnya dimana sebaran datanya bersifat increasing variance dari u, decreasing variance dari u dan kombinasi keduanya. Selain itu juga dapat dilihat melalui grafik normalitasnya terhadap variabel yang digunakan. Jika data yang dimiliki terletak menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal maka model regresi memenuhi asumsi normalitas dan tidak ada yang berpencar maka dapat dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas tetapi homokedastisitas.

Pengujian asumsi ketiga adalah *heteroscedasticity* untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas yang dilakukan dengan *Glejser-test* yang dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Imam Ghozali, 2004).

$$[e_i] = B_1 X_i + v_i \dots\dots\dots (7)$$

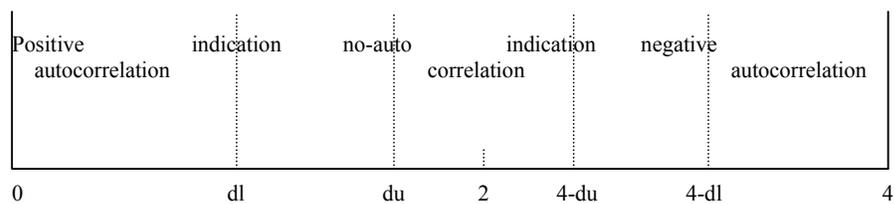
$X_i$  : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance ( $\delta_i^2$ ); dan

$V_i$  : unsur kesalahan.

### 3.7.4. Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi ke-empat dalam model regresi linier klasik adalah *autocorrelation*. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*, dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah  $dl$ ,  $du$ ,  $4 - dl$ , dan  $4 - du$ . Jika nilainya mendekati 2 maka tidak terjadi autokorelasi, sebaliknya jika mendekati 0 atau 4 terjadi autokorelasi (+/-). Posisi angka *Durbin-Watson test* dapat digambarkan dalam gambar 3.1

**Gambar 3.1:**  
**Posisi Angka Durbin Watson**



## **BAB IV**

### **ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN**

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data-data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari hasil pengolahan tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut: deskripsi umum hasil penelitian, pengujian asumsi klasik, analisis data yang berupa hasil analisis regresi, pengujian variabel independen secara parsial dan simultan dengan model regresi, pembahasan tentang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari seluruh emiten yang terdaftar di BEJ tidak semua dijadikan sampel penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang listed di BEJ periode 2002-2004 yang mengeluarkan data-data keuangan dan sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen (*insider ownership*). Dari 330 perusahaan yang terdaftar hanya 40 perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sampel. Beberapa sampel digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan karena ketidaklengkapan data.

#### **4.1. Data Deskriptif**

Berdasarkan data mentah yang diinput dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2005) maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi DER, kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, sales growth, asset growth dan ROA.

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi ( $\delta$ ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut ini:

**Tabel 4.1.**  
**Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean dan Standar Deviasi**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Insider	40	,04	45,80	9,3083	10,38914
Institusi	40	9,45	96,65	53,9547	18,55954
Asset	40	-,44	3,03	,1280	,51831
Sales	40	-,17	2,84	,1570	,47067
ROA	40	-23,55	18,12	1,7223	7,80472
DER	40	-62,97	17,83	-,4308	11,03140
Valid N (listwise)	40				

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2004 diolah.

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 4.1 tersebut nampak bahwa dari 40 perusahaan sampel, rata-rata DER selama periode pengamatan (2002-2004) sebesar 0,6963 dengan standar deviasi (SD) sebesar 20,56505. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih besar daripada rata-rata DER. Demikian pula nilai minimum yang lebih kecil dari rata-ratanya (-184,79) dan nilai maksimum yang lebih besar daripada nilai rata-ratanya (117,70) menunjukkan bahwa penyebaran data variabel DER mengindikasikan hasil yang kurang baik, hal tersebut dikarenakan standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut cukup tinggi karena lebih besar dari nilai rata-ratanya sehingga menyebabkan hasil penelitian menjadi bias karena diakibatkan oleh adanya nilai yang ekstrim (tinggi). Hasil

yang sama juga terjadi pada 4 (empat) variabel independen yaitu, kepemilikan saham manajemen, asset growth, sales growth, dan ROA.

Sementara variabel Institutional ownership menunjukkan penyimpangan data yang rendah dikarenakan nilai standar deviasinya lebih kecil dari nilai rata-ratanya, sehingga penyebaran datanya normal. Dimana rata-rata institutional ownership selama periode pengamatan (2002-2004) sebesar 55,1722 dengan standar deviasi (SD) sebesar 21,17377. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih kecil daripada rata-rata institutional ownership mengindikasikan hasil yang baik, hal tersebut dikarenakan standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut cukup rendah karena lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

## **4.2. Pembahasan dan Hasil Analisis**

### **4.2.1. Hasil Uji Asumsi Klasik**

Sampel hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan selama empat tahun, maka sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi: normalitas data, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut:

#### **1. Normalitas Data**

Untuk menentukan data dengan uji Kolmogorov-Smirnov, nilai signifikansi harus diatas 0,05 atau 5% (Imam Ghozali, 2002). Pengujian terhadap normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov

menunjukkan variabel yaitu kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, dan ROA yang mempunyai nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, hal tersebut berarti data yang ada terdistribusi normal. Namun variabel asset growth, sales growth, dan DER menunjukkan data yang tidak normal dimana mempunyai nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada Tabel 4.3 berikut:

**Tabel 4.3**  
**Kolmogorov-Smirnov**

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

	Insider	Institusi	Asset	Sales	ROA	DER
N	40	40	40	40	40	40
Normal Parameters						
Mean	9,3083	53,9547	,1280	,1570	1,7223	-,4308
Std. Deviation	0,38914	8,55954	,51831	,47067	7,80472	1,03140
Most Extreme Differences						
Absolute	,202	,116	,307	,297	,099	,296
Positive	,202	,105	,307	,297	,099	,278
Negative	-,186	-,116	-,230	-,244	-,096	-,296
Kolmogorov-Smirnov Z	1,280	,731	1,941	1,881	,626	1,874
Asymp. Sig. (2-tailed)	,075	,659	,001	,002	,828	,002

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Output SPSS versi 11.5

Adanya variabel yang terdistribusi tidak normal tersebut (asset growth, sales growth, dan DER) dikarenakan terdapat nilai ekstrem untuk data DER pada perusahaan PT. Argo Pantes (nomor 6) dan PT. Langgeng Makmur (nomor 21) seperti terlihat dalam output casewise diagnostics sebagai berikut:

**Casewise Diagnostics<sup>a</sup>**

Case Number	Std. Residual	DER
6	-5,159	-62,97

a. Dependent Variable: DER

**Casewise Diagnostics<sup>a</sup>**

Case Number	Std. Residual	DER
21	3,832	17,83

a. Dependent Variable: DER

Kemudian PT. Argo Pantas dan PT. Langgeng Makmur dikeluarkan dalam model karena mempunyai fluktuasi data DER yang tidak stabil dan menimbulkan angka yang bias. Setelah dikurangi dua perusahaan maka sampel pada penelitian ini menjadi 38 perusahaan. Hasil perhitungan uji Kolmogorov-Smirnov setelah mereduksi kedua perusahaan yang mempunyai nilai yang ekstrim dari masing-masing variabel ditunjukkan pada tabel 4.4 sebagai berikut:

**Tabel 4.4.**  
**Kolmogorov-Smirnov (Data Reduce)**

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

	Insider	Institusi	Asset	Sales	ROA	DER
N	38	38	38	38	38	38
Normal Parameters						
Mean	9,3018	54,3811	,1366	,1629	1,8492	,7345
Std. Deviation	0,44046	8,87165	,53065	,48232	7,83285	3,48730
Most Extreme Differences						
Absolute	,216	,119	,110	,193	,117	,125
Positive	,216	,111	,110	,193	,117	,125
Negative	-,189	-,119	-,122	-,208	-,106	-,124
Kolmogorov-Smirnov Z	1,329	,732	1,012	1,381	,724	1,038
Asymp. Sig. (2-tailed)	,058	,658	,213	,053	,671	,204

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sampel hasil pada tabel 4.4 tersebut nampak bahwa variabel-variabel kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, asset growth, sales growth, ROA dan DER terdistribusi normal, dimana rasio kolmogorov-smirnov lebih besar dari 0,05 sebagai berikut : DER (0,204), kepemilikan saham manajemen (0,058), kepemilikan saham

institusi (0,658), Asset Growth (0,213); Sales Growth (0,053), dan ROA (0,671) dan Hal tersebut mengindikasikan bahwa variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini dapat digunakan untuk memprediksi DER perusahaan yang listed di BEJ periode 2002-2004.

## 2. Hasil Uji Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinearitas antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Sampel hasil yang ditunjukkan dalam output SPSS maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 4.5 sebagai berikut:

**Tabel 4.5**  
**Hasil Perhitungan VIF**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Insider	,843	1,187
	Institusi	,892	1,122
	Asset	,933	1,072
	Sales	,802	1,247
	ROA	,894	1,119

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Sampel tabel 4.5 menunjukkan bahwa kelima variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai VIF < 10,00. Dengan demikian enam variabel independen (kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, asset growth, sales growth, dan ROA) dapat digunakan untuk memprediksi DER selama periode pengamatan.

### 3. Heteroskedastisitas

Uji *Glejser test* digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari  $e_i$  terhadap variabel  $X$  (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan  $\delta_i^2$  dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana:

$[e_i]$  merupakan penyimpangan residual; dan  $X_i$  merupakan variabel bebas.

Hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam tabel 4.6 sebagai berikut:

**Tabel 4.6**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,858	1,274		2,243	,032
	Insider	,051	,037	,245	1,364	,182
	Institusi	-,022	,020	-,190	-1,087	,285
	Asset	,485	,700	,118	,692	,494
	Sales	-,792	,831	-,176	-,952	,348
	ROA	,021	,048	,076	,438	,665

a. Dependent Variable: residual

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam tabel 4.6 tersebut nampak bahwa semua variabel bebas menunjukkan hasil yang tidak

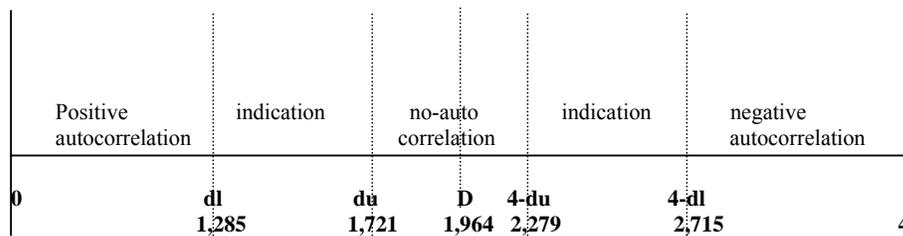
signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan.

#### 4. Hasil Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hal tersebut untuk menguji apakah model linier mempunyai korelasi antara *disturbance error* pada periode  $t$  dengan kesalahan pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Hasil regresi dengan *level of significance* 0.05 ( $\alpha = 0.05$ ) dengan sejumlah variabel independen ( $k = 5$ ) dan banyaknya data ( $n = 40$ ).

Berdasarkan hasil hitung Durbin Watson sebesar 1,964; sedangkan dalam tabel DW untuk “ $k$ ”=5 dan  $N=40$  besarnya DW-tabel:  $dl$  (batas luar) = 1,285;  $du$  (batas dalam) = 1,721;  $4 - du = 2,279$ ; dan  $4 - dl = 2,715$  maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.2 sebagai berikut:

**Gambar 4.2**  
**Hasil Uji Durbin Watson**



Sesuai dengan gambar 4.2 tersebut menunjukkan bahwa Durbin Watson berada di daerah *no autocorrelation*

#### 4.2.2. Hasil Analisis

Berdasarkan hasil output SPSS nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama enam variabel independen tersebut (kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, asset growth, sales growth, dan ROA) terhadap DER seperti ditunjukkan pada tabel 4.7. sebagai berikut :

**Tabel 4.7**  
**Hasil Perhitungan Regresi Simultan**  
**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	104,328	5	20,866	2,193	,041 <sup>a</sup>
	Residual	345,640	32	10,801		
	Total	449,968	37			

a. Predictors: (Constant), ROA, Insider, Asset, Institusi, Sales

b. Dependent Variable: DER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 2,193 dan nilai signifikansi sebesar 0,041. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka hipotesis diterima (Ghozali, 2004) dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, sales growth, asset growth dan ROA secara bersama-sama terhadap variabel DER.

Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) sebesar 0,323 atau 32,3% hal ini berarti 32,3% variasi DER yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, asset growth, sales growth, dan ROA sedangkan sisanya sebesar 67,7% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model. Hal ini menunjukkan bahwa DER tidak hanya dipengaruhi oleh lima variabel

independent yang dimasukkan dalam model yaitu kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, asset growth, sales growth, dan ROA, namun masih ada variabel lain yang mempengaruhi DER seperti: variabel makro ekonomi dan non ekonomi. Variabel makro ekonomi yang mungkin berpengaruh terhadap DER antara lain: tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing dan kondisi ekonomi lainnya.

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,482 <sup>a</sup>	,323	,211	3,28652

a. Predictors: (Constant), ROA, Insider, Asset, Institusi, Sales

b. Dependent Variable: DER

Sementara itu secara parsial pengaruh dari kelima variabel independen tersebut terhadap DER ditunjukkan pada tabel 4.8 sebagai berikut:

**Tabel 4.8**  
**Hasil Perhitungan Regresi Parsial**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3,614	1,417		2,550	,017
	Insider	-,135	,056	-,405	-2,401	,022
	Institusi	-,063	,030	-,286	-2,074	,049
	Asset	1,472	1,054	,224	1,396	,172
	Sales	-,562	1,251	-,078	-,449	,656
	ROA	,196	,073	,126	2,688	,011

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari tabel 4.8 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{DER} = -0,405 \text{ kepemilikan saham manajemen} - 0,286 \text{ kepemilikan saham institusi} + 0,224 \text{ Pertumbuhan Asset} - 0,078 \text{ Pertumbuhan Penjualan} + 0,126 \text{ ROA}$$

Dari persamaan regresi dapat dilihat bahwa variabel kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi dan ROA yang menunjukkan hasil yang signifikan.

#### 1. Variabel Kepemilikan Saham Manajemen

Kepemilikan Saham Manajemen, dari hasil estimasi regresi diperoleh nilai t hitung = -2,401 dengan probabilitas sebesar  $0,022 < 0,05$ . Karena nilai signifikansi pengujian lebih kecil dari 0,05 maka diperoleh ada pengaruh yang signifikan dari variabel kepemilikan saham oleh manajer terhadap DER. Hal ini berarti bahwa Hipotesis 1 diterima.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menunjukkan pengaruh yang negatif antara saham yang dimiliki oleh manajer terhadap DER. Namun tidak konsisten dengan penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *managerial ownership* dengan DER. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen memiliki kecenderungan menerapkan kebijakan hutang yang kecil, hal tersebut dikarenakan manajemen ikut menanggung biaya modal yang ditanggung perusahaan sehingga manajemen dalam menjalankan aktivitas operasionalnya lebih menerapkan *minimize cost* dan *maximize value*.

Teori keagenan (*agency theory*) juga menyatakan bahwa konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham dapat diminimumkan

dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan (Wahidahwati, 2002). Namun munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost* (Jensen dan Mackling, 1976 dalam Wahidahwati, 2002). Biaya keagenan (*agency cost*) dapat dikurangi dengan beberapa alternatif antara lain: pertama, memberikan atau meningkatkan kepemilikan manajemen di dalam perusahaan (*insider shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan merasakan langsung dari hasil keputusan yang diambil.

Alasan kepemilikan saham manajemen mempunyai pengaruh yang negatif terhadap DER karena dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen terdapat kecenderungan akan berhati-hati dalam menggunakan kebijakan hutang, sehingga meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen akan menurunkan jumlah hutang.

## 2. Variabel Kepemilikan Saham Institusi

Institutional Investor, dari hasil estimasi regresi diperoleh nilai  $t$  hitung = -2,074 dengan probabilitas sebesar  $0,049 < 0,05$ . Karena nilai signifikansi pengujian lebih kecil dari 0,05 maka diperoleh ada pengaruh yang signifikan dari variabel kepemilikan saham oleh institusi terhadap DER. Hal ini berarti bahwa Hipotesis 2 diterima. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) dan Chaganti dan Damanpour (1991) yang menunjukkan pengaruh yang negatif antara saham yang dimiliki oleh institusi terhadap DER. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa adanya kepemilikan oleh investor-investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk

perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Teori keagenan (*agency theory*) juga menyatakan bahwa biaya keagenan (*agency cost*) dapat dikurangi *institutional investors*. Sementara hasil penelitian Bathala et al (1994) dan Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investor*) merupakan salah satu monitoring agents penting yang memainkan peranan secara aktif dan konsisten didalam melindungi investasi saham yang dipertaruhkan didalam perusahaan mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham dan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insider* sehingga meningkatnya saham yang dimiliki oleh pihak institusi akan menurunkan DER.

### 3. Variabel *Asset Growth*

Dari hasil perhitungan uji secara partial diperoleh nilai t hitung sebesar (1,396) dan nilai signifikansi sebesar 0,172. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis (H3) ditolak yang berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel *Asset Growth* dengan variabel DER. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Kaaro (2000) yang menunjukkan hasil bahwa *Asset Growth* tidak signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*. Brigham (1983) menyatakan bahwa asset perusahaan yang digunakan sesuai dengan aktivitas utama perusahaan cenderung akan menjamin pinjaman yang diterima, sehingga kreditor semakin terjaga keamanannya.

Asset growth tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena peningkatan asset perusahaan tidak menarik minat investor untuk menanamkan dananya karena investor lebih melihat tingkat pengembaliannya. Sementara dari sisi perusahaan, manajemen perusahaan lebih memperhatikan kebijakan pendanaannya melalui restrukturisasi hutang sehingga asset perusahaan yang berasal dari hutang berkurang.

#### 4. Variabel *Sales Growth*

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-0,449) dengan nilai signifikansi sebesar 0,656. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis 4 ditolak berarti tidak ada pengaruh signifikan antara variabel *Sales Growth* terhadap variabel DER. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan Kaaro (2000) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi mempunyai pengaruh negatif dengan *debt to equity ratio*. Brigham (1983) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan ditunjukkan dengan peningkatan penjualan dari periode ke periode. Tingkat pertumbuhan ini umumnya diukur dengan besarnya ukuran perusahaan (*size*) dari penjualan. Dengan semakin meningkatnya *size*, maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan. Dengan meningkatnya aktivitas operasional diharapkan penjualan juga meningkat.

Sales growth tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena peningkatan penjualan perusahaan tidak menarik minat investor untuk

menanamkan dananya karena investor lebih melihat tingkat pengembaliannya. Selain itu penjualan yang tinggi belum mencerminkan kinerja perusahaan karena dalam perhitungan laba rugi, penjualan masih dikurangi oleh biaya operasional perusahaan. Sehingga investor lebih melihat tingkat pengembalian assetnya yang tercermin melalui ROA.

Nilai negatif yang ditunjukkan oleh sales growth mengindikasikan bahwa pertumbuhan penjualan yang meningkat dari periode tahun sebelumnya akan mengurangi hutang perusahaan karena perusahaan mempunyai kas yang besar untuk periode tahun berikutnya. Hal ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Myers (1984), Titman dan Wessel (1988), dan Kaaro (2000) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi cenderung mengambil utang yang lebih sedikit.

#### 5. Variabel Return on Asset (ROA).

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel ROA sebesar (0,126). Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,688) dengan nilai signifikansi sebesar 0,011. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis 5 diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel ROA dengan variabel DER.

Hasil penelitian diatas menunjukkan bahwa dengan meningkatnya ROA akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt ratio* juga semakin meningkat. Hasil

penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Sekar Mayangsari (2001) yang juga menunjukkan hasil bahwa ROA berpengaruh positif terhadap DER.

#### 4.2.3. Hasil Perhitungan Chow Test

Untuk membedakan hasil regresi pada perusahaan PMA dan PMDN, selanjutnya digunakan model regresi *Chow Test* dengan rumus: (Imam Ghozali, 2004)

$$F_{hit} = \frac{(RSS_r - RSS_{sur})/k}{RSS_{sur} / (n_1 + n_2 - 2k)}$$

Tujuan dari uji Chow test adalah untuk melihat perbedaan pengaruh kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, asset growth, sales growth terhadap DER pada perusahaan PMA dan PMDN. Pada Tabel 4.9, Tabel 4.10 dan Tabel 4.11 dibawah ini dapat dilihat nilai residual untuk perusahaan PMA dan perusahaan PMDN dan residual gabungan untuk perusahaan PMA dan PMDN.

**Tabel 4.9**  
**Residual Perusahaan PMA**

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	51,696	5	10,339	1,693	,187 <sup>a</sup>
	Residual	109,908	18	6,106		
	Total	161,605	23			

a. Predictors: (Constant), roa, asset, institusi, sales, manajemen

b. Dependent Variable: der

**Tabel 4.10**  
**Residual Perusahaan PMDN**

**ANOVA<sup>ab</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2074,184	5	414,837	,776	,569 <sup>a</sup>
	Residual	48087,050	90	534,301		
	Total	50161,233	95			

a. Predictors: (Constant), roa, asset, institusi, sales, manajemen

b. Dependent Variable: der

**Tabel 4.11**  
**Residual Gabungan Perusahaan PMA dan Perusahaan PMDN**

**ANOVA<sup>ab</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	104,328	5	20,866	2,193	,041 <sup>a</sup>
	Residual	345,640	32	10,801		
	Total	449,968	37			

a. Predictors: (Constant), ROA, Insider, Asset, Institusi, Sales

b. Dependent Variable: DER

Berdasarkan pada Tabel 4.10 dan Tabel 4.11 didapat nilai residual untuk perusahaan PMA (RSSur1) sebesar 109,908, nilai residual untuk perusahaan PMDN (RSSur2) sebesar 48087,050 dan nilai residual gabungan untuk perusahaan PMA dan PMDN (RSSr) sebesar 345,640. Dengan jumlah n sebanyak 40, dan jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regresion* (k) sebesar 5 maka didapatkan perhitungan *chow test* sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{RSSur} &= \text{RSSur1} + \text{RSSur2} \\
 &= 109,908 + 48087,050 \\
 &= 48196,96
 \end{aligned}$$

$$F = \frac{(\text{RSSr} - \text{RSSur}) / k}{(\text{RSSur} / (n_1+n_2 - 2k))}$$

$$\begin{aligned}
&= \frac{(345,640 - 48196,96) / 5}{(48196,96 / (40-10))} \\
&= \frac{-9570,26}{1602,66} \\
&= -5,97
\end{aligned}$$

Nilai F-hitung yang didapat dalam perhitungan chow test sebesar -5,97, atau lebih kecil daripada F tabel sebesar 1,96 (Imam Ghazali, 2004) sehingga hipotesis 7 (H7) ditolak atau dengan kata lain tidak ada beda antara kebijakan pendanaan perusahaan PMA dan perusahaan PMDN, sehingga hipotesis 7 (H7) ditolak. Hal tersebut dikarenakan antara perusahaan PMA dan PMDN mempunyai karakteristik yang sama yaitu aktivitas operasionalnya berada dalam satu negara yang sama (Indonesia) sehingga mempunyai *opportunity* dan *threat* yang sama seperti pengaruh faktor eksternal (Kebijakan pemerintah, inflasi, kurs, dan tingkat suku bunga).

## **BAB V**

### **SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN**

#### **5.1. Simpulan**

Dari tujuh hipotesis yang diajukan, hipotesis 1,2, 5 dan 6 yang dapat diterima, artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependennya.

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara partial variabel kepemilikan saham manajemen berpengaruh signifikan terhadap variabel DER. Sehingga hipotesis pertama diterima.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara partial variabel kepemilikan saham institusi berpengaruh signifikan terhadap variabel DER. Sehingga hipotesis kedua diterima.
3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara partial variabel asset growth tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DER. Sehingga hipotesis ketiga ditolak.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel sales growth tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DER. Sehingga hipotesis keempat ditolak.
5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara partial variabel ROA berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DER, artinya peningkatan laba dengan memanfaatkan total asset perusahaan yang diikuti peningkatan hasil operasi akan menambah kepercayaan

pihak luar terhadap perusahaan yang listed di BEJ periode 2002-2004 sehingga akan meningkatkan hutang perusahaan.

6. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, asset growth, sales growth, dan ROA berpengaruh signifikan terhadap DER.
7. Berdasarkan uji Chow test menunjukkan bahwa perusahaan PMA dan PMDN tidak membedakan kebijakan hutang perusahaan yang dilakukan oleh manajemen

## **5.2. Implikasi Teoritis**

Hasil Penelitian ini menunjukkan bahwa faktor fundamental perusahaan (terutama kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, dan ROA) dapat digunakan oleh investor untuk memprediksi DER di Bursa Efek Jakarta pada periode 2002–2004. Sisi positif dari hasil penelitian ini adalah mempertegas hasil penelitian sebelumnya yang menyebutkan variabel ROA berpengaruh positif terhadap DER (Sekar Mayangsari, 2001). Bahkan dari hasil pengujian menunjukkan bahwa ROA sangat signifikan berpengaruh terhadap DER pada level kurang dari 1%.

Pada penelitian ini hanya ROA yang menunjukkan pengaruh yang paling dominan terhadap DER hal ini dikarenakan perusahaan yang listed di BEJ mempunyai karakteristik dengan aktivitas yang operasional yang besar dengan asset yang besar sehingga mempunyai kemungkinan yang lebih

besar untuk menghasilkan laba melalui asset yang dimiliki sehingga ROA merupakan rasio yang sangat berperan dalam meningkatkan DER. ROA yang tinggi menunjukkan efisiensi dari asset yang dimiliki dalam menghasilkan laba, dengan memperoleh laba yang tinggi maka biaya hutang yang ditanggung tidak menjadi beban bagi perusahaan.

Hasil penelitian ini ada yang mendukung dan membantah teori-teori sebelumnya yang merupakan hasil studi para pakar, dan telah disebarluaskan melalui berbagai jurnal maupun bentuk-bentuk pustaka lainnya. Adapun Peneliti tersebut adalah: Kaaro (2002), Hasil penelitian ini tidak searah dengan hasil penelitian dari Kaaro (2002) yang menunjukkan bahwa asset growth dan sales growth berhubungan positif dengan DER. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa asset growth dan sales growth tidak berpengaruh signifikan terhadap DER. Hal ini disebabkan karena peningkatan asset dan peningkatan penjualan perusahaan tidak menarik minat investor untuk menanamkan dananya karena investor lebih melihat tingkat pengembaliannya.

### **5.3. Implikasi Kebijakan**

Manajer perusahaan yang *listed* di BEJ harus lebih memperhatikan kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi dan ROA dalam pengambilan keputusan pendanaan. Karena dalam penelitian ini kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi dan ROA yang menunjukkan pengaruhnya terhadap DER. Implikasi kebijakan yang dapat

diberikan dalam penelitian ini baik kepada investor maupun manajer perusahaan dapat dijelaskan seperti dibawah ini:

1. Investor sebaiknya memperhatikan kepemilikan saham oleh manajemen karena kepemilikan saham oleh manajemen mempunyai pengaruh yang negatif terhadap DER artinya semakin banyak proporsi saham yang dimiliki oleh manajemen semakin rendah manajemen perusahaan mengambil kebijakan hutangnya. Manajer perusahaan yang *listed* di BEJ harus lebih memperhatikan Insider Ownership dalam pengambilan keputusan pendanaan. Karena dalam penelitian ini Insider Ownership yang menunjukkan pengaruhnya terhadap DER. Berdasarkan beta standardized regression weight menunjukkan bahwa Insider Ownership merupakan variabel yang paling dominan mempengaruhi DER dengan nilai sebesar  $-0,405$ .
2. Investor sebaiknya juga memperhatikan kepemilikan saham oleh institusi (institutional investor) karena kepemilikan saham oleh institusi mempunyai pengaruh yang negatif terhadap DER artinya semakin banyak proporsi saham yang dimiliki oleh institusi semakin rendah manajemen perusahaan mengambil kebijakan hutangnya. Manajer perusahaan yang *listed* di BEJ harus lebih memperhatikan kepemilikan saham oleh institusi dalam pengambilan keputusan pendanaan. Berdasarkan beta standardized regression weight menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi mempunyai nilai sebesar  $-0,286$ .

3. Meningkatnya ROA akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt ratio* juga semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri). Sehingga dapat disimpulkan bahwa investor hanya melihat komponen ROA karena: (1) sesuai harapan dan kepercayaan sehingga ROA merupakan variabel sentral, dan (2) ROA menunjukkan kemampuan yang efisien atau hasil kebijakan dan kinerja perusahaan. Berdasarkan beta standardized regression weight menunjukkan bahwa ROA mempunyai nilai sebesar - 0,126.

#### **5.4. Keterbatasan Penelitian**

Sebagaimana diuraikan sebelumnya bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun dengan sampel yang terbatas (40 sampel). Disamping itu rasio keuangan perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi DER hanya terbatas pada lima rasio, yaitu : kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, *asset growth*, *sales growth*, dan ROA.

Selain itu penilaian kinerja berdasarkan laporan keuangan yang berjangka pendek (2002-2004) mempunyai kelemahan yaitu bersifat sesaat. Laporan itu hanya memotret kondisi perusahaan pada saat laporan keuangan tersebut dibuat, padahal kinerja sebuah perusahaan bisa saja berubah dari

waktu ke waktu. Misalnya, kalau pada tahun 2003 kinerja suatu perusahaan bagus, pada tahun 2004 belum tentu, begitu juga sebaliknya.

### **5.5. Agenda Penelitian Mendatang**

Dengan kemampuan prediksi sebesar 32,3% mengindikasikan bahwa kelima variabel independen (kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, *asset growth*, *sales growth*, dan ROA) mampu menjelaskan variabel DER dengan derajat kepastian sebesar 32,3%. Sehingga perlu menghubungkan pengaruh DER terhadap variabel makro ekonomi dan non ekonomi. Variabel makro ekonomi yang mungkin berpengaruh terhadap DER antara lain: tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing dan kondisi ekonomi lainnya.

## Daftar Pustaka

- Ainun, N dan Fu'ad, R, (2000), "Analisis Hubungan antara Kelengkapan Pengungkapan Laporan Keuangan dengan Struktur Modal dan Tipe Kepemilikan Perusahaan," **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 15, No. 1: 70 – 82
- Bagnani, S.E, Nikolaos T.M, Anthony S and Nickolaos G.T, (1994), "Managers, Owners, and The Pricing of Risk Debt: An Empirical Analysis," **The Journal of Finance**, Vol, XLIX, Juni, pp.453-475
- Brealy, R.A dan S.C. Myers, (1991), *Principles of corporate finance*, Fourth edition. Richard D. Erwin, Inc
- Brigham, F.E, (1983), *Fundamental of financial Management, The Dryden Press: Holt-Sounders Japan, Third Edition*
- Brigham, F.E dan Gapenski, L.C, (1996), *Intermediate financial management*, Fifth edition-International edition. The Dryden Press
- Bushman, M.R, (2001), "Financial Accounting Information and Corporate Governance," *Journal of Accounting & Economics*, 32 (2001): 237–333.
- Crutchley, C.E dan Hansen, R.S, (1989), *A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividend. Financial Management*, Winter
- Eddy, S, dan Puspa M, (2003), "Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan," **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 6, No. 1, Januari: 54 – 68
- Fama, E.F dan French, K.R, (2000), *Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt, The center for research in security prices working paper*, 506, 1-38
- Imam, G, (2004), *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Imam, S dan Indra, W.K, (2001), "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham," **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 4, No. 1: 44 – 63

- Lambert, R.A, (2001), “*Contracting Theory and Accounting*,” *Journal of Accounting & Economics*, 32 (2001): 3– 87
- Lukas, S.A, (1999), **Manajemen Keuangan**, Edisi 2, Jakarta : Andi Offset
- Modigliani, F dan Miller H, (1968), *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, *Journal American Economic Review*. 48
- Myers, S, (1984), *The Capital Structure Puzzle*, *Journal of Finance*, 39, July
- Myers, S dan Majluf, N, (1984), *Corporate borrowing*, *Journal of finance economics*, 5, 147-176
- Puspa, P.M dan Machfoedz, M, (2003), “Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba,” **Simposium Nasional Akuntansi VI**, Surabaya 16 –17 Oktober: 176 – 185
- Sekar, M, (2001), “Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan : Pengujian pecking order hypothesis,” *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, 1, 1-26
- Suad, H, (1998), *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (keputusan jangka panjang)*, Buku 1, Edisi 4, Yogyakarta : BPFE Universitas Gajah Mada
- \_\_\_\_\_ (2001), “*Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional*,” **Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi**, Vol. 1, No.1, Februari: 1 – 12
- Tettet, F dan Jogiyanto, H, (2002), “Set Kesempatan Investasi: Konstruksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen,” **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, No. 1: 35 – 63
- Wahidahwati, (2002), “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency,” **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, No. 1, Januari: 1 – 16
- Weston, J.F. dan Copeland, T.E, (1997), **Manajemen pendanaan**, Edisi 9, Jakarta : Penerbit Bina Rupa Aksara