

**ANALISIS PENGARUH PROPORSI KEPEMILIKAN
SAHAM TERHADAP KEBIJAKAN PENDANAAN
DALAM MENINGKATKAN KINERJA PERUSAHAAN**
(Studi Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta
Periode Tahun 2001-2005)



TESIS

Disusun oleh :

CITRA HANDAYANI
C4A 004 022
Angkatan 22 / Malam

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2007**



Sertifikasi

Saya, Citra Handayani, 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

Citra Handayani

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS PENGARUH PROPORSI KEPEMILIKAN
SAHAM TERHADAP KEBIJAKAN PENDANAAN
DALAM MENINGKATKAN KINERJA PERUSAHAAN
(Studi Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta
Periode Tahun 2001-2005)**

yang disusun oleh Citra Handayani, NIM C4A004022
akan dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal 11 April 2007

Dosen Pembimbing

Prof. Dr. Augusty Ferdinand, MBA

Semarang, 11 April 2007
Direktur Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro Semarang

Prof. Dr. H Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

This research intended to analyze influence of institutional ownership, insider ownership, public ownership and debt to equity ratio (DER) to return on equity (ROE). This research relied on some former research showing result vary or existence of research gap in research object with the variable.

This research sample is industrial company of manufacturing which its share enlisted in Jakarta Stock Exchange(JSX) over period 2003-2005 with company amount 36 company. Selected company as sample is company which its share insider ownership, institutional ownership, and public ownership . Source of Research data obtained from publicizing of financial statement of company by JSX that is Indonesian Capital Market Directory (ICMD) derivative 2006 representing last publicizing at the time of conducted research.

Research data by using SPSS, with regression analysis technique. Result has indicate that the insider ownership and institutional ownership have an effect on negative significant to DER, public ownership have no significance to DER while DER have an effect on positive significant to ROE.

Key Words: Institutional Ownership, Managerial Ownership, public ownership and Debt to Equity Ratio (DER)

ABSTRAK

Penelitian ini dimaksudkan untuk menganalisa pengaruh kepemilikan saham institusi, kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham publik dan *debt to equity ratio* (DER) terhadap *return on equity* (ROE). Penelitian ini didasarkan pada beberapa penelitian terdahulu yang menunjukkan hasil bervariasi atau adanya research gap dalam obyek penelitian dengan variabel tersebut.

Sampel penelitian ini adalah perusahaan industri manufaktur yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode 2003-2005 dengan jumlah perusahaan 36 perusahaan. Perusahaan yang dipilih sebagai sampel adalah perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen dan oleh institusi. Sumber data penelitian diperoleh dari publikasi laporan keuangan perusahaan oleh BEJ yaitu Indonesian Capital Market Directory (ICMD) terbitan Tahun 2006 yang merupakan publikasi terakhir pada saat penelitian yang dilakukan.

Data penelitian diolah menggunakan perangkat lunak SPSS, dengan teknik analisis regresi. Hasil analisa menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajemen dan kepemilikan saham institusi berpengaruh signifikan negatif terhadap DER, Kepemilikan saham public tidak signifikan terhadap DER sedangkan DER berpengaruh signifikan positif terhadap ROE.

Kata Kunci: Kepemilikan Saham Institusi, Kepemilikan Saham Manajemen, kepemilikan saham publik dan *Debt to Equity Ratio* (DER)

KATA PENGANTAR

Penulis panjatkan puji dan syukur kehadiran Tuhan YME atas karunia dan rahmat 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. Augusty Ferdinand, MBA, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Para staff pengajar dan staff administrasi 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.

3. Papa, Mama Padang, Papa Mama Manyaran, Mbak Atik, A' Riki, Mbak Pepi, Mas Win, My Lovely brother dimas Panji, Dafa dan Danta, untuk cinta dan perhatian.....anugerah yang indah dapat memiliki keluarga sehangat ini.
4. Suamiku tersayang, yang telah memberikan segala cinta, pengertian dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
5. 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 yang dapat penulis panjatkan semoga Tuhan YME berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, 11 April 2007

Citra Handayani

DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Halaman Sertifikasi.....	ii
Halaman Pengesahan Tesis.....	iii
Abstract.....	iv
Abstrak.....	v
Kata Pengantar.....	vi
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	7
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL	
2.1. Telaah Pustaka.....	9
2.2. Penelitian Terdahulu.....	25
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	27
2.4. Perumusan Hipotesis.....	28
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	29
3.2. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel.....	29
3.3. Prosedur Pengumpulan Data.....	30
3.4. Definisi Operasional Variabel.....	30

3.5. Teknik Analisis	31
3.6. Uji Asumsi Klasik.....	32
3.7. Pengujian Hipotesis.....	35
BAB IV ANALISIS DATA	
4.1. Data Deskriptif.....	37
4.2. Proses dan Hasil Analisis.....	39
BAB V SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	
5.1. Simpulan	49
5.2. Implikasi Kebijakan	50
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	52
5.4. Agenda Penelitian Mendatang	52
Daftar Referensi	53

BAB I

PENDAHULUAN

Latar Belakang

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*. Pernyataan tersebut didukung oleh peneliti antara lain Husnan (2001) dan Wahidahwati (2002) yang mengukur kebijakan pendanaan dari besarnya *debt ratio* perusahaan.

Kebijakan pendanaan yang diputuskan oleh pihak manajemen sering 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 tersebut 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).

Dari uraian tersebut menunjukkan bahwa konflik keagenan (*agency conflict*) ditentukan oleh indikator-indikator yang menyebabkan terjadinya konflik antara pemilik dengan manajemen. Berdasarkan pernyataan dari Lambert (2001); Wahidahwati (2002); Husnan (2001) menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan saham merupakan faktor yang menimbulkan konflik antara pemilik dengan manajemen.

Beberapa konflik yang mungkin timbul dari penyebaran kepemilikan tersebut penentuan strategi perusahaan, baik strategi *corporate* maupun strategi *functional*. Penentuan strategi *functional* antara lain tercermin dalam kebijakan yang ditentukan oleh masing-masing divisi yang ada dalam perusahaan, seperti divisi sumberdaya manusia, divisi produksi, pemasaran (marketing), dan divisi keuangan. Salah satu kebijakan dalam divisi keuangan adalah kebijakan pendanaan.

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*).

Kebijakan pendanaan yang tercermin dalam *debt equity ratio* (DER) sangat mempengaruhi pencapaian laba yang diperoleh oleh perusahaan. Ang (1997) menyatakan bahwa semakin tinggi DER akan mempengaruhi besarnya laba (*return on equity*) yang dicapai oleh perusahaan. Jika biaya hutang (yang tercermin dalam biaya pinjaman - k_d) lebih besar daripada biaya modal sendiri (k_e), maka rata-rata biaya modal (*weighted average cost of capital*) akan semakin besar sehingga *return on equity* (ROE) akan semakin kecil; demikian sebaliknya (Brigham, 1983: p. 320).

Return on equity (ROE) digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan ekuitas yang dimilikinya. ROE merupakan rasio antara laba sesudah pajak terhadap total ekuitas yang berasal dari setoran modal pemilik, laba tak dibagi dan cadangan lain yang dikumpulkan oleh perusahaan. Alat pengukur kinerja keuangan yang paling populer diantara para penanam modal dan manajer senior adalah hasil atas hak pemegang saham adalah *return on equity* (ROE). Analisis ROE sering diterjemahkan sebagai rentabilitas modal sendiri. ROE berarti juga ukuran untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian (prosentase) dari modal sendiri yang ditanamkan dalam bisnis yang bersangkutan. Penanam modal lebih mengharapkan ROE yang tinggi daripada ROA karena ROA sangat berkaitan dengan hutang perusahaan yang mengandung biaya hutang. Hal tersebut sesuai dengan metode Duppoint dalam

Robert Ang (1997) yang menyatakan bahwa ROA masih mengandung *leverage multiplier*.

Kinerja perusahaan dari sudut pandang akuntansi keuangan merupakan fungsi dari *accounting quality*. Beberapa indikator dari *accounting quality* adalah *financial ratios* (Bushman dan Smith, 2001). Keberhasilan kinerja perusahaan dapat diukur dari *return on capital* (Sloan, 2001) atau *return on equity* (Husnan 2001). Berdasarkan uraian tersebut maka ukuran kinerja perusahaan dalam penelitian ini adalah *return on equity* (ROE)

Dalam situasi ekonomi yang membaik, perusahaan lebih banyak menggunakan modal pihak ketiga (dengan tingkat bunga tetap), dimana hal tersebut akan dapat memperbesar rentabilitas modal sendiri (*return on equity*), sebab tambahan laba yang diperoleh lebih besar dibandingkan dengan tambahan biaya bunga. Sebaliknya bila kondisi ekonomi memburuk, umumnya perusahaan yang mempunyai modal pihak ketiga yang besar akan mengalami penurunan ROE, sehingga keberadaan modal sendiri lebih baik dibandingkan dengan pendanaan hutang. Sebab, kondisi ekonomi yang memburuk dengan tingkat bunga tetap, tambahan beban bunga akan lebih besar dibandingkan dengan tambahan laba yang diperoleh (Riyanto, 1996). Semakin tinggi laba perusahaan maka akan semakin tinggi ROE, besarnya laba perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui aktivitas penjualannya yang tercermin melalui net profit margin dan aktivitas penjualan perusahaan dengan memanfaatkan total assetnya yang tercermin melalui total asset turnover. Sehingga dapat diambil

kesimpulan bahwa bila net profit margin dan total asset turnover naik maka akan meningkatkan ROE, tetapi tidak dapat selamanya demikian karena ada faktor biaya yang muncul dari DER dan kebijakan manajemen yang ditunjukkan oleh institutional ownership, dimana DER mempengaruhi *cost of capital* dan institutional ownership mempengaruhi kebijakan internal.

Rasio DER 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). (Robert Ang, 1997). Semakin tinggi DER menunjukkan semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar, hal ini sangat memungkinkan menurunkan kinerja perusahaan, karena tingkat ketergantungan dengan pihak luar semakin tinggi. Dengan demikian pengaruh antara DER dengan ROE adalah negatif (Brigham dan Houston, 2001). DER yang diteliti oleh Husnan (2001), dimana dari hasil penelitian Husnan (2001) tersebut terjadi *research gap* hasil penelitian pengaruh DER terhadap ROE, dimana DER berpengaruh signifikan terhadap ROE pada perusahaan PMA sementara pada perusahaan PMDN, DER tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE. Sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan yang menguji pengaruh DER terhadap ROE.

Berdasarkan uraian dan beberapa hasil penelitian tersebut perlu dilakukan penelitian untuk memperjelas “Apa pengaruh proporsi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan yang listed di BEJ periode 2001-2005?”

Perumusan Masalah

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa kepemilikan yang menyebar sangat rentan terhadap konflik keagenan antara manajemen dengan pemilik. Konflik tersebut muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik dengan manajemen. Para pemilik (pemegang) saham bertujuan untuk memaksimalkan kemakmurannya; di sisi lain manajemen bertujuan untuk peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima.

Salah satu dampak konflik yang ditimbulkan adalah penentuan kebijakan pendanaan yang tercermin dalam *debt equity ratio*. Semakin tinggi *debt equity ratio* maka hak para pemegang saham akan berkurang, karena sebagian hasil operasional yang diperoleh digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Di sisi lain, dalam rangka pengembangan usaha manajemen merasa perlu tambahan dana yang berasal dari pihak luar, ketika sumber dana internal (pemegang saham dan laba ditahan) terbatas jumlahnya. Besar-kecilnya rasio DER akan mempengaruhi tingkat pencapaian laba (*return on equity*) perusahaan.

Berdasarkan hasil-hasil dari penelitian terdahulu ditemukan adanya research gap dari kelima variabel independen yang mempengaruhi ROE keempat variabel tersebut adalah:

1. Kepemilikan saham institusi diteliti oleh Chaganti dan Damanpour (1991) dan Suad Husnan (2001) yang menunjukkan adanya pengaruh positif antara Kepemilikan saham institusi terhadap ROE, Sementara Setyarta (2005) menunjukkan pengaruh negatif sedangkan Sugiharto

(2005) tidak menunjukkan adanya pengaruh signifikan antara Kepemilikan saham institusi terhadap ROE sehingga masih terdapat research gap dan perlu dilakukan penelitian lanjutan mengenai pengaruh Kepemilikan saham institusi terhadap ROE.

2. Kepemilikan saham manajemen diteliti oleh Murali dan Welch (1989) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen (insider) mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap ROE. Namun Setyarta (2005) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa Kepemilikan saham manajemen berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE, sehingga ditemukan adanya research gap yang menguji pengaruh insider ownership terhadap ROE.
3. Kepemilikan saham publik diteliti oleh Murali dan Welch (1989) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh publik mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap ROE. Namun Mehran (2002) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa Kepemilikan saham publik tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE, sehingga ditemukan adanya research gap yang menguji pengaruh *public ownership* terhadap ROE.
4. *Debt to equity ratio* (DER) menurut Suad Husnan, (2001) menunjukkan bahwa bahwa DER secara signifikan berpengaruh terhadap ROE bagi perusahaan yang pemegang saham pengendalinya multinasional; sedangkan bagi perusahaan yang pemegang saham pengendalinya bukan multinasional terbukti tidak signifikan.

Sementara Asyik dan Sulisty (2000) menguji pengaruh DER terhadap laba perusahaan dimana hasil penelitiannya menunjukkan hasil bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap laba perusahaan yang diprediksikan juga akan mempengaruhi ROE.

Berdasarkan berbagai alasan tersebut maka yang menjadi permasalahan utama dalam penelitian ini adalah: “Apa pengaruh proporsi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan yang listed di BEJ periode 2001-2005”

Atas dasar permasalahan utama tersebut, maka pertanyaan penelitian (*research question*) dapat dirinci sebagai berikut:

1. Apa pengaruh proporsi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan yang tercermin dalam *return on equity*?
2. Apa pengaruh kebijakan pendanaan (yang diukur dari *debt equity ratio*) terhadap kinerja perusahaan yang tercermin dalam *return on equity*?
3. Strategi apa yang diperlukan untuk mendapatkan proporsi kepemilikan dan kebijakan pendanaan terhadap kinerja perusahaan?

Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Tujuan Penelitian

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

1. Menganalisis pengaruh proporsi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan (ROE).

2. Menganalisis pengaruh kebijakan pendanaan (DER) terhadap kinerja perusahaan (ROE).

Kegunaan Penelitian

Penelitian diharapkan memberikan manfaat bagi manajemen terutama dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan dalam rangka pengembangan usahanya. Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan manfaat para pemegang saham (investor institusional, dan public) dalam rangka memonitor kebijakan yang diambil oleh manajemen dalam kebijakan pendanaan serta pengaruh kebijakan tersebut terhadap hak pemegang saham yang akan diterima berdasarkan tingkat *return on equity* yang dihasilkan perusahaan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Telaah Pustaka

2.1.1. *Return on Equity* (ROE)

Keberhasilan kinerja keuangan perusahaan dapat diukur dari *return on capital* (Sloan, 2001) atau *return on equity* (Husnan 2001). ROE menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan modal sendirinya sehingga besarnya ROE mengindikasikan tingkat efisiensi perusahaan dalam mengelola modal sendirinya untuk menghasilkan keuntungan. Berdasarkan uraian tersebut maka ukuran kinerja keuangan perusahaan dalam penelitian ini adalah *return on equity* (ROE).

ROE yaitu rasio antara laba setelah pajak atau *net income after tax* (NIAT) terhadap total modal sendiri (*equity*) yang berasal dari setoran modal pemilik, laba tak dibagi dan cadangan lain yang dikumpulkan oleh perusahaan. Semakin tinggi ROE menunjukkan semakin efisien perusahaan menggunakan modal sendiri untuk menghasilkan laba atau keuntungan bersih (Robert Ang, 1997). Secara matematis ROE dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{NIAT}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Besarnya rasio ROE sangat dipengaruhi oleh besarnya laba yang diperoleh oleh perusahaan, karena semakin tinggi laba yang diperoleh maka akan meningkatkan ROE.

2.1.2. Kebijakan Pendanaan

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.

2.1.2.1. 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 karena 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)

2.1.2.2. 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.

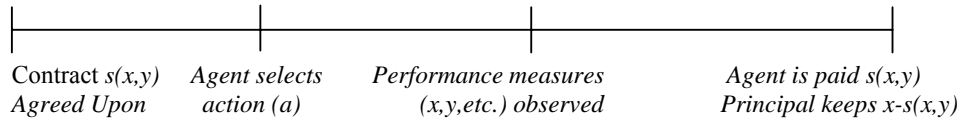
Leland dan Pyle (1977) membuktikan bahwa pengumuman penawaran saham menyebabkan perubahan proporsi kepemilikan *insiders* diharapkan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Ross (1977) menyatakan bahwa peningkatan *leverage* memuat informasi yang positif berkaitan dengan kapasitas perusahaan untuk 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.

2.1.3. Agency Theory 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.

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 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 dua kelompok pemegang saham (investor institusional, dan publik), sehingga kebijakan pendanaan perusahaan juga akan ditentukan oleh keempat kelompok tersebut (manajemen, 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. 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.

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 institusional, publik, dan manajemen, maka keempat kelompok pemilik tersebut merupakan indikator dalam penentuan kebijakan pendanaan.

Tinggi-rendahnya *debt equity ratio* (yang merupakan output dari kebijakan pendanaan) akan mempengaruhi tingkat pencapaian *return on equity* (ROE) yang dicapai oleh perusahaan. Jika biaya yang ditimbulkan oleh pinjaman (*cost of debt – k_d*) lebih kecil daripada biaya modal sendiri (*cost of equity – k_e*), maka sumber dana yang berasal dari pinjaman atau hutang akan lebih efektif dalam menghasilkan laba (meningkatkan *return on equity*); demikian sebaliknya (Brigham, 1983: p. 430).

Dengan demikian *debt equity ratio* (DER) akan berpengaruh (negatif atau positif) terhadap *return on equity* (ROE). Jika biaya yang ditimbulkan oleh pinjaman (*cost of debt – k_d*) lebih kecil daripada biaya modal sendiri (*cost*

of equity – k_e), maka DER akan berpengaruh positif terhadap pencapaian ROE; sebaliknya jika biaya yang ditimbulkan oleh pinjaman (*cost of debt* – k_d) lebih besar daripada biaya modal sendiri (*cost of equity* – k_e), maka DER akan berpengaruh negatif terhadap ROE.

2.1.4. Pengaruh Proporsi Kepemilikan Institusi Terhadap *Return on Equity*

Dengan pengawasan yang optimal terhadap pihak manajemen maka diharapkan keputusan/kebijakan yang diambil oleh manajemen dapat lebih meningkatkan kinerja perusahaan terutama yang berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham. Keberadaan institutional ownership dalam suatu perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap ROE. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Suad Husnan (2001) yang menunjukkan bahwa perusahaan multinasional yang memiliki institutional investor yang tinggi memiliki ROE yang lebih baik dibandingkan perusahaan domestik yang memiliki institutional investor yang rendah. Hasil penelitian tersebut didukung oleh Chaganti dan Damanpour (1991) yang juga menunjukkan pengaruh positif antara kepemilikan saham institusi terhadap kinerja perusahaan yang tercermin dalam *return on equity* (ROE). Sehingga dapat disimpulkan bahwa institutional ownership yang meningkat akan menurunkan DER.

Hipotesis 1: Ada pengaruh yang signifikan antara proporsi kepemilikan institusi terhadap kinerja perusahaan (ROE)

2.1.5. Pengaruh Proporsi Kepemilikan Insider Terhadap *Return on Equity*

Sejauh ini sangat sedikit data empiris yang meneliti hubungan struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan yang diproksi dengan Return on Equity (ROE). Beberapa penelitian yang dirangkum oleh Ramaswami Murali dan Johnathan B. Welch (1989) dalam penelitiannya yang berjudul *Agents, Owners, Control and Performance* adalah sebagai berikut: Kemerschen (1968) membandingkan kinerja ROE dari 200 perusahaan besar yang dikontrol oleh pemilik (*owner-controlled*) antara tahun 1959-1964 menunjukkan tidak ada perbedaan. Sedangkan Monsen, Chiu dan Cooley (1968) menemukan bahwa ROE dari perusahaan yang dikontrol oleh pemilik melebihi ROE perusahaan yang dikontrol oleh manajemen. Penelitian ini dilakukan pada periode waktu 1952-1963 dengan sample yang diambil dari Fortune 500. Palmer (1973) menemukan bahwa kekuasaan yang dimonopoli oleh pemilik (*owner controlled firm*) menghasilkan ROE yang lebih tinggi dari pada perusahaan yang dikontrol oleh manajemen, dengan periode penelitian antara tahun 1961-1965 dan 1966-1969. Kemudian penelitian Levin dan Levin (1982) menemukan perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang dikontrol oleh pemilik dengan yang dikontrol oleh manajer.

Hipotesis 2: Ada pengaruh yang signifikan antara proporsi kepemilikan insider terhadap kinerja perusahaan (ROE)

2.1.6. Pengaruh Proporsi Kepemilikan Publik Terhadap *Return on Equity*

Semakin besar kepemilikan saham publik maka akan semakin besar mekanisme pengendalian terhadap perilaku manajemen. Keberadaan

komposisi pemegang saham publik akan memudahkan monitoring, intervensi atau beberapa pengaruh kedisiplinan lain pada manajer, yang pada akhirnya akan membuat manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Komposisi pemegang saham publik juga akan mempengaruhi pemilihan anggota dewan direksi dan dewan komisaris perusahaan. Dengan kata lain meningkatnya pemilik saham publik akan disertai pula dengan semakin besarnya terpilihnya dewan yang berasal dari luar, yang pada akhirnya hal ini akan mempengaruhi kinerja perusahaan

Hipotesis 3: Ada pengaruh yang signifikan antara proporsi kepemilikan publik terhadap kinerja perusahaan (ROE)

2.1.7. Pengaruh Debt to Equity Ratio Terhadap *Return on Equity*

Tinggi-rendahnya *debt equity ratio* (yang merupakan output dari struktur modal) akan mempengaruhi tingkat pencapaian *return on equity* (ROE) yang dicapai oleh perusahaan. Jika biaya yang ditimbulkan oleh pinjaman (*cost of debt – k_d*) lebih kecil daripada biaya modal sendiri (*cost of equity – k_e*), maka sumber dana yang berasal dari pinjaman atau hutang akan lebih efektif dalam menghasilkan laba (meningkatkan *return on equity*); demikian sebaliknya (Brigham, 1983). Suad Husnan (2001) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa DER tidak signifikan berpengaruh terhadap ROE bagi pemegang saham multinasional, sedangkan bagi pemegang saham mayoritas bukan multinasional DER berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE.

Dengan demikian *debt equity ratio* (DER) akan berpengaruh (negatif atau positif) terhadap *return on equity* (ROE). Jika biaya yang ditimbulkan

oleh pinjaman (*cost of debt* – k_d) lebih kecil daripada biaya modal sendiri (*cost of equity* – k_e), maka DER akan berpengaruh positif terhadap pencapaian ROE; sebaliknya jika biaya yang ditimbulkan oleh pinjaman (*cost of debt* – k_d) lebih besar daripada biaya modal sendiri (*cost of equity* – k_e), maka DER akan berpengaruh negatif terhadap ROE.

Hipotesis 4: Ada pengaruh yang signifikan antara kebijakan pendanaan (DER) terhadap kinerja perusahaan (ROE).

Penelitian Terdahulu

Penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) dilakukan untuk mengetahui hubungan antara *common stock* dan *option holdings* dari manajer dan pilihan-pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decisions*) oleh perusahaan. Tujuan penelitian tersebut. Pertama, untuk menguji antara saham dan opsi yang dipegang manajer dan karakteristik dari keputusan investasi yang dibuat perusahaan, khususnya perubahan-perubahan didalam variabilitas ROA perusahaan. Kedua, untuk menguji antara saham yang dipegang oleh manajer dan keputusan pendanaan perusahaan. seperti perubahan didalam DER, berdasarkan penelitian tersebut ditemukan: (1) Jumlah saham yang dipegang oleh para manajer pada perusahaan yang variance returnnya meningkat pada pengumuman investasi lebih besar dari pada prosentase saham perusahaan yang dipegang oleh para manajer yang variance returnnya menurun. (2) Adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh insider dengan debt ratio. Dalam hal ini, saham yang dipegang

oleh manajer perusahaan dengan DER yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dipegang oleh para manajer perusahaan yang memiliki DER menurun. Jika pada penelitian tersebut DER digunakan sebagai variabel dependen, namun dalam penelitian ini DER digunakan sebagai variabel intervening.

Penelitian Chaganti dan Damanpour (1991) menguji pengaruh kepemilikan saham oleh institusi (institutional investor) sebagai variabel independen terhadap dua variabel dependen yaitu *debt ratio* dan kinerja perusahaan yang diproksi melalui ROE. Dimana hasil penelitiannya menunjukkan hasil adanya pengaruh yang negatif antara kepemilikan saham institusi terhadap *debt ratio* namun kepemilikan saham institusi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Mehran (1992) menganalisis hubungan antara struktur modal perusahaan dengan *executive incentive plans*, *managerial equity investment*, pengawasan oleh *board of directors* dan *major shareholders*. Penelitian ini menggunakan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal untuk melihat hubungan antara struktur kepemilikan dan struktur modal perusahaan yang diturunkan dari karakteristik-karakteristik investasi. Variabel-variabel tersebut adalah: *manager*, *outside board members*, individual investor, *growth opportunities*, *collateral value of assets* dan *bussiness risk*. Hasil penelitian tersebut menemukan adanya hubungan positif antara prosentase yang dimiliki oleh insider dengan *debt ratio* perusahaan. Hasil penelitian juga menemukan adanya hubungan positif antara prosentase saham dengan individual investor.

Penelitian yang dilakukan oleh Bathala,et al (1994) bertujuan meneliti pengaruh *institutional ownership* tersebut, *debt policy* dan *managerial ownership* perusahaan hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang dan *managerial ownership* sangat efektif dalam monitoring terhadap perilaku para manajer dalam perusahaan. Disamping itu, meningkatnya kepemilikan oleh insitusal investor akan mengurangi *insider ownership* dan menggantikan peran hutang didalam mengurangi *agency problem*, sehingga akan menimbulkan *agency cost*. Perbedaan dengan penelitian ini adalah *institutional ownership* dan *debt policy* digunakan sebagai variabel yang berpengaruh terhadap ROE sehingga proksi dari kinerja keuangan perusahaan.

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.

Subekti dan Kusuma (2001) menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai nilai rasio hutang yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Juga ditemukan bahwa kinerja perusahaan (diukur dari ROA dan pembayaran dividen) tidak mempengaruhi harga saham.

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*).

Tabel 2.1:
Hubungan Beberapa Variabel (termasuk Proporsi Kepemilikan) dengan Kebijakan Pendanaan dan Pengaruh Kebijakan Pendanaan terhadap Kinerja Perusahaan

No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
1	Kemersch dalam Murali dan Welch	1968	Dependen: ROE Independen: Kepemilikan saham pendiri dan kepemilikan saham manajemen	Tidak ditemukan perbedaan terhadap kinerja ROE perusahaan antara perusahaan yang sahamnya dikontrol oleh investor pendiri dan perusahaan yang sahamnya dikontrol oleh manajemen
2	Monsen, Chiu and Cooley dalam Murali dan Welch	1968	Dependen: ROE Independen: Kepemilikan saham pendiri dan kepemilikan saham manajemen	kinerja ROE perusahaan yang sahamnya dikontrol oleh investor pendiri mempunyai ROE lebih tinggi daripada ROE perusahaan yang sahamnya dikontrol oleh manajemen
3	Palmer dalam Murali dan Welch	1973	Dependen: ROE Independen: Kepemilikan saham pendiri dan kepemilikan saham manajemen	Kepemilikan saham yang dimonopoli oleh pemilik (<i>owner controlled firm</i>) menghasilkan ROE yang lebih tinggi dari pada perusahaan yang dikontrol oleh manajemen
4	Levin dan Levin dalam Murali dan Welch	1982	Dependen: ROE Independen: Kepemilikan saham pendiri dan kepemilikan saham manajemen	Ditemukan perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang dikontrol oleh pemilik dengan yang dikontrol oleh manajer.
5	Agrawal dan Mandelkar	1987	Dependen: DER Independen: Investment financing dan kepemilikan saham oleh insider	Jumlah saham yang dipegang oleh insider pada perusahaan yang variance returnnya meningkat lebih besar daripada perusahaan dengan variance return menurun dan menemukan hubungan positif antara saham yang dimiliki outsiders dengan DER
6	Chaganti dan Damanpour	1991	Dependen: <i>debt ratio</i> dan ROE Independen: Kepemilikan Saham Institutional	Kepemilikan saham institusional berhubungan negatif terhadap <i>debt ratio</i> namun kepemilikan saham institusional berpengaruh positif terhadap ROE

Tabel 2.1: (lanjutan)

7	H. Mehran	1992	Dependen: Struktur Modal (DER) Independen: Prosentase insider dan individual investor	Menemukan adanya hubungan positif antara prosentase yang dimiliki oleh insider dan individual investor dengan DER
8	Bathala et al	1994	Dependen: Institutional investor Independen: Managerial ownership dan Debt policy	Menemukan bahwa penggunaan hutang dan managerial ownership berhubungan negatif dengan institutional investor
9	Suad Husnan	2001	Dependen: ROE dan Abnormal Return Independen: 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
10	Subekti dan Kusuma	2001	Dependen: CAR Independen: Aktiva, Ekuitas, Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen	Perusahaan yang tumbuh rasio hutangnya lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Semua variabel independen tidak signifikan terhadap CAR.
11	Fitrijanti dan Hartono	2002	Dependen: Kebijakan pendanaan, Dividen, Pertumbuhan Independen: 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.
12	Wahidahwati	2002	Dependen: Debt Rasio Independen: 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> .

Tabel 2.1: (lanjutan)

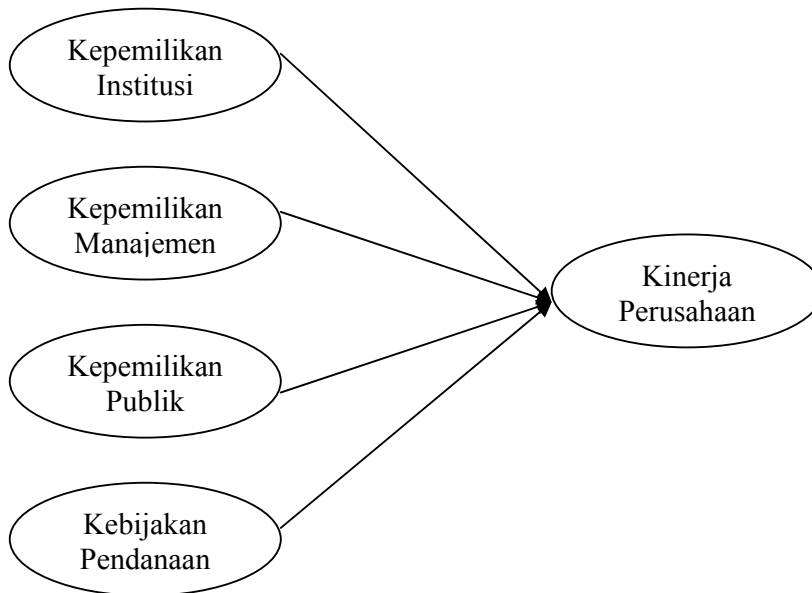
13	Suranta dan Mediastuty	2003	Dependen: Nilai Perusahaan Independen: nilai investasi, persentase kepemilikan manajerial, kepemilikan direksi, firm size, leverage, likuiditas	Leverage signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; sedangkan kepemilikan manajemen dan <i>firm size</i> berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sementara variabel yang lainnya tidak signifikan.
----	------------------------	------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Sumber: Hasil-hasil dari penelitian terdahulu

Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan telaah pustaka tersebut maka kerangka pemikiran teoritis tentang “**Analisis Pengaruh Proporsi Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta**” dapat digambarkan pada gambar 2.1 sebagai berikut:

Gambar 2.1.
Kerangka Pemikiran Teoritis



Perumusan Hipotesis

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

Hipotesis 1: Ada pengaruh yang signifikan antara proporsi kepemilikan institusi terhadap kinerja perusahaan (ROE)

Hipotesis 2: Ada pengaruh yang signifikan antara proporsi kepemilikan insider terhadap kinerja perusahaan (ROE)

Hipotesis 3: Ada pengaruh yang signifikan antara proporsi kepemilikan publik terhadap kinerja perusahaan (ROE)

Hipotesis 4: Ada pengaruh yang signifikan antara kebijakan pendanaan (DER) terhadap kinerja perusahaan (ROE).

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)* untuk periode pengamatan 2001 s/d 2005 secara tahunan.

3.2. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya terdaftar di BEJ sejak 2001-2005 terutama dalam kelompok Industri Manufaktur yang didasarkan pada alasan bahwa industri manufaktur merupakan kelompok terbesar dibandingkan dengan kelompok industri yang lain. Dalam kelompok industri manufaktur terdapat 168 perusahaan populasi dan menjadi populasi penelitian ini. Sementara jumlah perusahaan yang *listed* di BEJ pada periode tersebut sejumlah 330 perusahaan yang dikelompokkan ke dalam 9 sektor industri.

Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan dengan kriteria: (2) perusahaan manufaktur yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan, didapat sampel 168 perusahaan (1) perusahaan manufaktur yang selalu mencantumkan proporsi kepemilikan saham, didapat sampel sejumlah 36 perusahaan; Berdasarkan teknik sampling, diperoleh sampel sejumlah 36 perusahaan. Adapun sampel dalam perusahaan ini adalah sebagai berikut:

Tabel 3.1:
Perusahaan Sampel

No	Perusahaan
1	PT Wahana Phonix Mandiri
2	PT Bumi Resources
3	PT Central Korporindo International
4	PT Siantar Top
5	PT Gudang Garam
6	PT Hanjaya Mandala Sampoerna
7	PT Sunson Textile Manufacturer
8	PT Lautan Luas
9	PT Berlina
10	PT Dynaplast
11	PT Lapindo International
12	PT Betonjaya Manunggal
13	PT Jaya Pari Steel
14	PT Lionmesh Prima
15	PT Lion Metal Works
16	PT Tira Austenite
17	PT Branta Mulia
18	PT Intraco Penta
19	PT Prima Alloy Steel
20	PT Selamat Indonesia
21	PT Pyridam Farma
22	PT Berlian Laju Tanker
23	PT Rig Tenders Indonesia
24	PT Akbar Indo Makmur Stimec
25	PT Ramayana Lestari Sentosa
26	PT Jaka Artha Graha
27	PT Jakarta Setiabudi Internasional
28	PT Karka Yasa Profilia
29	PT Krida Perdana Indahgra
30	PT Lamicitra Nusantara
31	PT Pudjadi Prestige Limited
32	PT Panorama Sentrawisata
33	PT Sona Topaz Tourism Industry
34	PT Centrin Online
35	PT Infoasia Teknologi Global
36	PT Jasuindo Tiga Perkasa

3.3. Prosedur Pengumpulan Data

Sesuai dengan dengan jenis data yang diperlukan yaitu data sekunder dan teknik sampling yang digunakan, maka pengumpulan data didasarkan pada laporan keuangan yang dipublikasikan oleh BEJ melalui *Capital Market Directory* (ICMD 2006) periode tahun 2001, 2001, 2003, 2004, dan 2005.

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	Proporsi Kepemilikan Saham Institusional	Rasio antara kepemilikan saham institusional terhadap total saham beredar	Rasio	$\frac{\text{Kep.Shm.Institusional}}{\text{Total Saham Beredar}}$
2	Proporsi Kepemilikan Saham Publik	Rasio kepmlk. saham publik terhadap total saham beredar	Rasio	$\frac{\text{Kep.Shm.Publik}}{\text{Total Saham Beredar}}$
3	Proporsi Kepemilikan Saham Manajemen	Rasio antara kepemilikan saham manajemen terhadap total saham beredar	Rasio	$\frac{\text{Kep.Shm.Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}}$
4	DER	Rasio antara <i>total debt</i> terhadap <i>shareholder equity</i>	Rasio	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Shareholder Equity}}$
5	ROE	Rasio antara <i>net income after tax</i> (NIAT) terhadap <i>Shareholder Equity</i>	Rasio	$\frac{\text{NIAT}}{\text{Shareholder Equity}}$

Sumber : Dikembangkan untuk penelitian ini

3.5. Teknik Analisis

Pada hipotesis pertama sampai dengan keempat (H4) dilakukan uji kekuatan variabel penentu (proporsi kepemilikan saham yang terdiri dari: persentase kepemilikan saham institusi, publik, dan manajemen) dan kebijakan pendanaan (DER) terhadap *return on equity*, maka dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (*ordinary least square – OLS*) dengan model dasar sebagai berikut:

$$\text{ROE} = a + b_1 \text{SInst} + b_2 \text{SMan} + b_3 \text{SPub} + b_4 \text{DER} + e$$

- ROE : Rasio antara Earning After Tax terhadap Shareholder Equity;
SInst : Proporsi Kepemilikan Saham Institusional terhadap Total Saham Beredar;
SMan : Proporsi Kepemilikan Saham Manajemen (*bonus share*) terhadap Total Saham Beredar; dan
SPub : Proporsi Kepemilikan Saham Publik terhadap Total Saham Beredar;
DER : Rasio antara Total Debt terhadap Shareholder Equity;
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 , dan b_4 . Ke-empat variabel bebas tersebut merupakan proporsi kepemilikan saham yang merupakan indikator munculnya *agency conflict*; sedangkan variabel dependennya adalah kinerja perusahaan (yang dicerminkan oleh ROE).

3.6. Uji Asumsi Klasik

3.6.1 Uji Multikolinieritas

Istilah multikolinieritas digunakan untuk menunjukkan adanya hubungan linier di antara variabel-variabel bebas dalam model regresi (Sumodiningrat, 1994). Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel bebas yang nilai korelasi antar sesama variabel bebas sama dengan nol (Ghozali, 2001). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas di dalam model regresi adalah dengan melihat nilai R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi.

Selain itu multikolinieritas dilihat dari (1) nilai tolerance dan lawannya (2) variance inflation factor (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Tolerance mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai tolerance yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF = 1/Tolerance$). Nilai cutoff yang dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai Tolerance $< 0,10$ atau sama dengan nilai VIF > 10 .

3.6.2 Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah korelasi (hubungan) yang terjadi di antara anggota-anggota dari serangkaian pengamatan yang tersusun dalam rangkaian waktu atau

tersusun dalam rangkaian ruang (sumodiningrat, 1994). Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi (Ghozali, 2001). Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji Durbin-Watson (DW test). Uji ini digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (first order autocorrelation) dan mensyaratkan adanya intercept (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel lag di antara variabel independen.

3.6.3 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan kondisi varian nir-konstan atau varian nir-homogin (sumodiningrat, 1994). Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas (Ghozali, 2001).

Pengujian heteroskedastisitas pada penelitian ini menggunakan metode scatter plot (grafik plot). Uji ini melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (dependen) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi ada tidaknya heterokedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual (Y prediksi – Y sesungguhnya) yang telah di-studentized.

Pengujian ini juga menggunakan uji Glejser, uji ini dilakukan dengan meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen (Gujarati, 2003), dengan persamaan regresi :

$$|U_t| = \alpha + \beta X_t + v_t$$

3.6.4 Uji Normalitas

Uji normalitas data bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Ghozali, 2001). Pengujian dilakukan dengan analisis grafik (scatterplot), yakni dengan melihat normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan plotting data residual akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya.

Uji normalitas lain pada penelitian ini menggunakan uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S). Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis :

Ho : Data residual berdistribusi normal

Ha : Data residual tidak berdistribusi normal

3.7. Pengujian Hipotesis

3.7.1 Uji t (secara parsial)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas secara individual dalam menerangkan variasi variabel tersebut. Uji t penelitian ini menggunakan uji satu sisi (one tailed test). Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah suatu parameter (b_1) sama dengan nol, atau :

$$H_0 : b_1 = 0$$

Artinya, apakah suatu variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya (H_a), parameter suatu variabel tidak sama dengan nol, atau :

$$H_a : b_1 < 0$$

Artinya, variabel tersebut merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.

Untuk menguji kedua hipotesis ini digunakan statistik t. Uji t ini yaitu (1) taraf signifikansi $\alpha = 0,05$ dan (2) kriteria Pengujian, uji satu sisi H_a diterima apabila p value $< \alpha$; H_a ditolak apabila p value $> \alpha$

3.7.2 Uji F (secara simultan)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, atau :

$$H_0 : b_1 = b_2 = \dots b_k = 0$$

Artinya, apakah semua variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya (H_a), tidak semua parameter secara simultan sama dengan nol, atau :

$$H_a : b_1 \neq b_2 \dots \neq b_k \neq 0$$

Artinya, semua variabel independen secara simultan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.

Untuk menguji kedua hipotesis ini digunakan statistik F. Uji F ini yaitu (1) taraf signifikansi = 0,05 dan (2) kriteria pengujian, dimana H_a diterima apabila p value $< \alpha$ dan H_a diterima apabila p value $> \alpha$

BAB IV

ANALISIS DATA

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 perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di BEJ tidak semua dijadikan sampel penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang mengeluarkan data-data keuangan dan manajemen memiliki proporsi saham dalam kepemilikan perusahaan. Dari 168 perusahaan manufaktur yang terdaftar hanya 36 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 input data dari ICMD 2006 maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi kepemilikan saham manajemen (Kepman), kepemilikan saham institusi (Kepinst), kepemilikan saham publik (Kepblik) DER dan ROE.

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (δ) 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	36	,01	88,59	10,2208	17,14289
Institusi	36	43,67	96,79	71,4167	12,50244
Publik	36	2,05	52,03	22,0535	12,61844
DER	36	,03	8,64	1,3886	1,88970
ROE	36	,15	31,11	10,6453	8,10370
Valid N (listwise)	36				

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2006 diolah.

Berdasar hasil perhitungan pada tabel 4.1 tersebut nampak bahwa dari 36 perusahaan sampel, variabel DER mempunyai nilai rata-rata (*mean*) sebesar 1,3886 dengan standar deviasi (SD) sebesar 1,88970 dimana nilai SD ini lebih besar daripada rata-rata DER. Demikian pula nilai minimum yang lebih kecil dari rata-ratanya (0,03) dan nilai maksimum yang lebih besar daripada nilai rata-ratanya (8,64). Hasil yang sama juga terjadi pada variabel kepemilikan saham manajemen (Kepman). Sedangkan variabel penelitian yang standar deviasinya lebih kecil daripada nilai rata-ratanya (*mean*) adalah variabel kepemilikan saham institusi (Kepinst); kepemilikan saham publik (kepblik) dan ROE.

4. 2. Proses dan Hasil Analisis

4. 2.1. Proses Analisis

Sebelum dilakukan analisis lebih lanjut maka tahap awal dalam proses analisis ini adalah melakukan perhitungan-perhitungan yang didasarkan pada data mentah (*raw data*) yang diperoleh dari teknik pengumpulan data.

Berdasarkan data yang ada maka untuk kepentingan analisis lanjutan dihitung proporsi kepemilikan saham manajemen, proporsi kepemilikan saham institusi, proporsi kepemilikan saham publik dan perhitungan rasio-rasio keuangan yang diwakili oleh DER dan ROE.

Rata-rata rasio keuangan dari 36 perusahaan sampel dapat ditunjukkan pada tabel 4.2 sebagai berikut:

Tabel 4.2
Rata-rata Proporsi Kepemilikan Saham dan Rasio Keuangan dari
36 Perusahaan Sampel

No	Jenis Rasio	2003s/d 2005
1	Kepman	10,2208
2	Kepinst	71,4167
	Kepblik	22,0535
3	DER	1,3886
4	ROE	10,6453

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2006 diolah.

4. 2.2. Hasil Analisis

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:

4. 2.2.1. Normalitas Data

Untuk menentukan data dengan uji Kolmogorov-Smirnov, nilai signifikansi harus diatas 0,05 atau 5% (Imam Ghozali, 2002). Secara rinci hasil perhitungan uji Kolmogorov-Smirnov dari masing-masing variabel ditunjukkan pada tabel 4.4 sebagai berikut:

Tabel 4.4.
Kolmogorov-Smirnov (Data Ln)
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	Insider	Institusi	Publik	DER	ROE
N	36	36	36	36	36
Normal Parameters					
Mean	10,2208	71,4167	22,0535	1,3886	10,6453
Std. Deviation	17,14289	12,50244	12,61844	1,88970	8,10370
Most Extreme Differences					
Absolute	,289	,099	,090	,245	,130
Positive	,289	,099	,090	,245	,130
Negative	-,276	-,061	-,056	-,236	-,098
Kolmogorov-Smirnov Z	1,735	,594	,543	1,468	,779
Asymp. Sig. (2-tailed)	,005	,873	,930	,027	,579

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Berdasarkan Tabel diatas, hanya data Kepman (insider) dan DER yang menunjukkan penyebaran data yang tidak normal karena mempunyai nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 sehingga data Kepman (insider) dan DER perlu dilakukan transform log natural (Ln) (Ghozali, 2004). Hasilnya dapat dijelaskan pada Tabel berikut:

Tabel 4.4.
Kolmogorov-Smirnov (Data Ln)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	LnInsider	Institusi	Publik	LnDER	ROE	
N	36	36	36	36	36	
Normal Parameters	Mean	1,0717	71,4167	22,0535	-,3707	10,6453
	Std. Deviation	1,96256	12,50244	12,61844	1,30558	8,10370
Most Extreme Differences	Absolute	,154	,099	,090	,142	,130
	Positive	,074	,099	,090	,092	,130
	Negative	-,154	-,061	-,056	-,142	-,098
Kolmogorov-Smirnov Z	,925	,594	,543	,852	,779	
Asymp. Sig. (2-tailed)	,360	,873	,930	,462	,579	

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sampel hasil pada tabel 4.4 tersebut nampak bahwa variable-variabel kepemilikan saham institusi, kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham public, DER dan ROE terdistribusi normal, dimana rasio kolmogorov-smirnov lebih besar dari 0,05.

4. 2.2.2. Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinearitas antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Berdasar hasil penelitian pada output SPSS versi 11.5, maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5
Hasil Perhitungan VIF

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	LnInsider	,395	2,531
	Institusi	,134	7,470
	Publik	,129	7,752

a. Dependent Variable: LnDER

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Berdasarkan Tabel 4.4 tidak terdapat variabel independen yang mempunyai nilai VIF > 5, artinya ketiga variabel independen tersebut yaitu: kepemilikan saham institusi (Kepinst), kepemilikan saham manajemen (Kepman), dan kepemilikan saham publik (kepbluk) tidak terdapat hubungan multikolinieritas dan dapat digunakan untuk memprediksi DER selama periode pengamatan (2003-2005).

4. 2.2.3. 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 δ_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.

Berdasar output SPSS versi 11.5 maka hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam tabel 4.6 sebagai berikut:

Tabel 4.6
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	4,755	2,681		1,773	,086
	LnInsider	-,106	,104	-,274	-1,024	,313
	Institusi	-,043	,028	-,701	-1,523	,138
	Publik	-,030	,028	-,491	-1,047	,303

a. Dependent Variable: RES

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam tabel 4.6 tersebut nampak bahwa semua variabel bebas (Kepinst, Kepman, dan kepblrik) menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan.

4. 2.2.4. Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam model persamaan pertama diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hasil regresi dengan level of significance 0.05 ($\alpha = 0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 3$) dan banyaknya data ($n = 36$). Berdasarkan output SPSS 11.5, maka hasil uji autokorelasi dapat ditunjukkan pada tabel 4.7 sebagai berikut:

Tabel 4.7
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,558 ^a	,428	,305	1,27470	2,167

a. Predictors: (Constant), Publik, LnInsider, Institusi

b. Dependent Variable: LnDER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regresion diolah

Berdasar hasil hitung Durbin Watson sebesar 2,167; sedangkan dalam tabel DW untuk “k”=3 dan N=36 besarnya DW-tabel: dl (batas luar) = 1,63; du (batas dalam) = 1,71; $4 - du = 2,29$; dan $4 - dl = 2,37$ maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah *no auto correlation* artinya dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.1 sebagai berikut:

Gambar 4.1
Hasil Uji Durbin Watson

	Positive autocorrelation	indication	no-auto correlation	indication	negative autocorrelation
0	dl	du	DW	4-du	4-dl
	1,63	1,71	2,167	2,29	2,37
					4

4. 2.2.5. Hasil Pengujian Hipotesis

Berdasar output SPSS versi 11.5 nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama tiga variabel independen tersebut (Kepinst, Kepman dan Kepblik) terhadap DER seperti ditunjukkan pada tabel 4.8 sebagai berikut:

Tabel 4.8
Hasil Perhitungan Regresi Simultan

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	7,663	3	2,554	2,572	,022 ^a
Residual	51,995	32	1,625		
Total	59,659	35			

a. Predictors: (Constant), Publik, LnInsider, Institusi

b. Dependent Variable: LnDER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 2,572 dan nilai signifikansi sebesar 0,022. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel Kepinst, Kepman dan Kpblik secara bersama-sama terhadap variabel DER.

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,305 atau 30,5% hal ini berarti 30,5% variasi DER yang bisa dijelaskan oleh variasi dari ketiga variabel bebas yaitu Kepinst, Kepman dan Kepblik sedangkan sisanya sebesar

69,5% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model. Besarnya nilai *Adjusted R²* pada persamaan pertama dapat dijelaskan pada Tabel 4.9 berikut:

Tabel 4.9
Adjusted R²

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,558 ^a	,428	,305	1,27470

a. Predictors: (Constant), Publik, LnInsider, Institusi

b. Dependent Variable: LnDER

Sementara itu secara parsial pengaruh dari ketiga variabel independen tersebut terhadap DER ditunjukkan pada tabel 4.10 sebagai berikut:

Tabel 4.10
Hasil Perhitungan Regresi Parsial

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6,355	2,205		2,882	,168
	LnInsider	-,253	,125	-,381	-2,033	,046
	Institusi	-,068	,027	-,648	-2,497	,029
	Publik	,040	,048	,039	,838	,408

a. Dependent Variable: LnDER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari tabel 4.12 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$LN.ROE = -0,381 \text{ KEPMAN} - 0,648 \text{ KEPINST} + 0,039 \text{ KEPBLIK} + e$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut diatas maka dapat dianalisis sebagai berikut:

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut diatas maka dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel Kepemilikan Saham Manajemen (KEPMAN)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel Kepman sebesar (-0,381). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel Kepman sebesar 1% maka akan menurunkan variabel DER sebesar 0,381% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-2,033) dan nilai signifikansi sebesar 0,046. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel Kepman terhadap variabel DER.

2. Variabel Kepemilikan Saham Institusi (KEPINST)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel Kepinst sebesar (-0,648). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel Kepinst sebesar 1% maka akan turun variabel DER sebesar 0,648% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Hasil penelitian ini sesuai dengan fenomena dilapangan yang menunjukkan bahwa penurunan kepemilikan saham institusi pada perusahaan manufaktur yang listed di BEJ periode 2003-2005 justru meningkatkan besarnya DER.

3. Variabel Kepemilikan Saham Publik (KEPBLIK)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai t hitung sebesar (0,838) dan nilai signifikansi sebesar 0,408. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak

berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel Kepblik terhadap variabel DER.

Sementara pengujian hipotesis yang menguji pengaruh DER terhadap ROE dapat dijelaskan pada output SPSS sebagai berikut:

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	11,702	1,267		9,237	,000
	LnDER	2,850	,946	,459	3,014	,005

a. Dependent Variable: ROE

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel DER sebesar (0,459). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel DER sebesar 1% maka akan menaikkan variabel ROE sebesar 0,459% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (3,014) dengan nilai signifikansi sebesar 0,005. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel DER terhadap variabel ROE.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan industri manufaktur yang listed di BEJ masih menerapkan restrukturisasi hutang sebagai akibat dari krisis ekonomi pada periode sebelumnya (1997-1999) sehingga tingkat keuntungan yang didapatkan lebih dimanfaatkan untuk mengembalikan biaya modalnya. Selain itu aktivitas investasi yang dilakukan perusahaan baik dengan menggunakan hutang maupun modal sendirinya mampu menghasilkan keuntungan yang optimal.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Husnan (2001), dimana penelitian Husnan (2001) menunjukkan bahwa DER tidak signifikan berpengaruh terhadap ROE bagi pemegang saham multinasional; sedangkan bagi pemegang saham mayoritas bukan multinasional DER berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Dari empat hipotesis yang diajukan hipotesis 1,2, dan 4 dapat diterima, artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependennya.

1. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Kepman berpengaruh negatif terhadap variabel DER. Artinya semakin besar proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, artinya semakin besar proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, maka manajer perusahaan cenderung untuk mengurangi hutang.
2. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Kepinst berpengaruh negatif terhadap variabel DER. Artinya semakin besar proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh institusi berpengaruh terhadap kebijakan hutang, artinya semakin besar proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh institusi mengindikasikan adanya monitoring agent dari pihak institusi kepada kinerja manajemen sehingga manajemen akan semakin berhati-hati dalam menempatkan aktivitas investasinya sehingga hutangnya menurun.
3. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Kepblik tidak berpengaruh terhadap variabel DER. Artinya semakin besar proporsi kepemilikan saham publik tidak

berpengaruh terhadap kebijakan hutang, hal ini dikarenakan publik tidak memperhatikan kinerja manajemen, publik hanya mengharapkan keuntungan saja.

4. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara parsial variabel DER berpengaruh positif terhadap variabel ROE. Artinya semakin besar struktur modal perusahaan akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Artinya besarnya tingkat hutang perusahaan dibandingkan dengan modal sendirinya akan meningkatkan kinerja perusahaan yang tercermin dalam tingkat penghasilan yang diperoleh dari modal sendirinya juga akan meningkat. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan industri manufaktur yang listed di BEJ masih menerapkan restrukturisasi hutang sebagai akibat dari krisis ekonomi pada periode sebelumnya (1997-1999) sehingga tingkat keuntungan yang didapatkan lebih dimanfaatkan untuk mengembalikan biaya modalnya. Selain itu aktivitas investasi yang dilakukan perusahaan baik dengan menggunakan hutang maupun modal sendirinya mampu menghasilkan keuntungan yang optimal.

5.2. Implikasi Kebijakan

Setelah diperoleh beberapa kesimpulan tentang penelitian ini dapat diajukan beberapa implikasi manajerial yang dapat berguna bagi perusahaan *go public* di BEJ:

1. Manajer perusahaan yang *listed* di BEJ harus lebih memperhatikan *debt to equity ratio* (DER) dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Karena dalam penelitian ini DER menunjukkan pengaruh yang positif terhadap ROE. Dengan adanya pengaruh positif DER terhadap ROE maka peningkatan hutang perusahaan justru meningkatkan tingkat keuntungan yang didasarkan pada modal sendirinya
2. 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 mempengaruhi DER dengan nilai sebesar $-0,381$.
3. 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 -0,648.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun dengan sampel yang terbatas pula (36 sampel). Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi ROE hanya terbatas pada DER.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Perlu diperluas obyek penelitiannya pada seluruh perusahaan yang listed di BEJ dan tidak hanya terbatas pada industri manufaktur saja. Hal tersebut dilakukan agar didapatkan hasil yang lebih baik.

Daftar Pustaka

- Ang, Robbert. (1997). **“Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)”**. Mediasoft Indonesia, First Edition.
- Brigham, F. Eugene (1983). **“Fundamental of financial Management”**. The Dryden Press: Holt-Sounders Japan, Third Edition.
- Bushman, Robert M. (2001). **“Financial Accounting Information and Corporate Governance”**. *Journal of Accounting & Economics*, 32 (2001): 237–333.
- Fitrijanti, Tettet dan Hartono, Jogiyanto. (2002). **“Set Kesempatan Investasi: Konstruksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen”**. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1: 35 – 63.
- Husnan, Suad. (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.
- Lambert, Richard A. (2001). **“Contracting Theory and Accounting”**. *Journal of Accounting & Economics*, 32 (2001): 3– 87.
- Na'im, Ainun dan Rakhman, Fu'ad. (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.
- Sloan, Richard G. (2001). **“Financial Accounting and Corporate Governance: A Discussion”**. *Journal of Accounting & Economics*, 32 (2001): 335–347.
- Subekti, Imam dan Kusuma, Indra Wijaya. (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.
- Suranta, Eddy dan Midiastuti, Puspa. (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.

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.