

**ANALISIS PENGARUH *MANAGERIAL OWNERSHIP*,
INSTITUTIONAL OWNERSHIP, *DIVIDEND PAYOUT*
RATIO DAN *RETURN ON ASSET* TERHADAP
*CAPITAL STRUCTURE***

(Studi di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2002-2005)



TESIS

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

**Oleh:
M. Syamsul Rizal
NIM C4A006051**

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

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

***ANALISIS PENGARUH MANAGERIAL OWNERSHIP,
INSTITUTIONAL OWNERSHIP, DIVIDEND PAYOUT
RATIO DAN RETURN ON ASSET TERHADAP
CAPITAL STRUCTURE***

(Studi di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2002-2005)

**yang disusun oleh M. Syamsul Rizal, NIM C4A006051
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 10 Oktober 2007
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.**

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Prof. Dr. H Arifin Sabeni, Mcom, Hons, Akt

Dra. Irene Rini DP, ME

**Semarang, 10 Oktober 2007
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program**

Prof. Dr. H Suyudi Mangunwihardjo



Sertifikasi

Saya, *M. Syamsul Rizal*, 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

M. Syamsul Rizal

10 Oktober 2007

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 Direktur Program Magister Management atas kepemimpinannya yang arif dan bijaksana.
2. Prof. Dr. H. Arifin Sabeni, Mcom, Hons, Akt, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
3. Dra. Irene Rini Demi Pangestuti, 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 tercinta, 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, 10 Oktober 2007

M. Syamsul Rizal

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR dan ROA terhadap Debt to Equity Ratio (DER) dikarenakan adanya permasalahan penelitian yaitu adanya research dari beberapa penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Agrawal dan Mandelkar, (1987); Mohd et al., (1998); Chen dan Steiner, (1999); Kaaro, (2000); Sekar Mayangsari, (2001); Wahidahwati, (2002); dan Fitrijanti dan Hartono, (2002).

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria (1) Perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2002-2005), (2) Perusahaan yang selalu membagikan dividen di BEJ selama periode pengamatan (2002-2005), dan (3) Perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki manajemen selama periode pengamatan (2002-2005). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 27 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%.

Dari hasil analisis menunjukkan bahwa data DPR secara parsial signifikan berpengaruh negatif terhadap DER pada *level of significance* kurang dari 5%, ROA secara parsial signifikan berpengaruh positif terhadap DER, namun managerial ownership dan Institutional ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap DER dengan signifikansi lebih besar dari 5%. Sementara secara bersama-sama (Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR dan ROA) terbukti signifikan berpengaruh terhadap DER perusahaan yang listed di BEJ pada level kurang dari 5% yaitu sebesar 0,001%. Kemampuan prediksi dari keempat variabel tersebut terhadap DER sebesar 71,7% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *R square* sebesar 71,7% sedangkan sisanya 28,3% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.

Kata Kunci: Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR, ROA dan DER

ABSTRACT

This research is performed in order to test the influence of the variable, Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR, and ROA toward Debt to Equity Ratio (DER), problem in this research based by research gap form former research are: Agrawal dan Mandelkar, (1987); Mohd et al., (1998); Chen dan Steiner, (1999); Kaaro, (2000); Sekar Mayangsari, (2001); Wahidahwati, (2002); dan Fitrijanti dan Hartono, (2002).

Methodology research as the sample used purposive sampling with criteria as (1) company who provide financial report during period 2002 through 2005, (2) Company given dividend during period 2002 through 2005, and (3) Company have insider ownership during period 2002-2005. The Data is based on publicity Indonesian Capital Market Directory (ICMD) since 2002 to 2005. Sample was acquired 27 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%.

Empirical evidence show as DPR to have negative influence toward DER of company listed in JSX over period 2002-2005 at level of significance less than 5%, ROA to have positive influence toward DER, but managerial ownership and Institutional Ownership not influence toward DER at level of significance more than 5%. While, four independent variable Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR, and ROA to have influence toward DER at level of significance less than 5% as 0,001%. Predictable of the four variables toward DER is 71,7% as indicated by R square that is 71,7% while the rest 28,3% is affected by other factors is not included into the study model.

Key Words : Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR, ROA and DER

DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Halaman Sertifikasi.....	ii
Halaman Pengesahan Tesis.....	iii
Abstract	iv
Abstrak	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Isi	viii
Daftar Tabel	xi
Daftar Gambar.....	xii
Daftar Lampiran	xiii
Daftar Rumus	xiv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Penelitian	1
1.2. Perumusan Masalah	5
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian	7
1.3.1. Tujuan Penelitian	7
1.3.2. Kegunaan Penelitian.....	8
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL	
2.1. Telaah Pustaka	9
2.1.1. Pecking Order Theory	10
2.1.2. Agency Theory.....	11

2.1.3. Agency Cost.....	14
2.1.4. Managerial Ownership.....	18
2.1.5. Institutional Ownership.....	19
2.1.6. Deviden Payout Ratio	20
2.1.7. Return On Asset.....	23
2.1.8. Struktur Modal.....	23
2.2. Pengaruh Antar Variabel.....	24
2.2.1. Pengaruh Managerial Ownership Terhadap Struktur Modal	24
2.2.2. Pengaruh Institutional Ownership Terhadap Struktur Modal	25
2.2.3. Pengaruh Deviden Payout Ratio Terhadap Struktur Modal.....	26
2.2.4. Pengaruh Return On Asset Terhadap Struktur Modal	27
2.3. Penelitian Terdahulu	27
2.4. Kerangka Pemikiran Penelitian.....	35
2.5. Hipotesis.....	37
2.6. Definisi Operasional	37

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data.....	40
3.2. Populasi dan Sampel	40
3.3. Metode Pengumpulan Data.....	41
3.4. Pengujian Asumsi Klasik.....	42
3.4.1. Uji Normalitas.....	42
3.4.2. Uji Multikolinearitas	43
3.4.3. Uji Heteroskedastisitas.....	43

3.4.4. Autokorelasi	44
3.5. Pengujian Hipotesis.....	45
3.5.1. Uji t	45
3.5.2. Uji F	46
3.5.3. Koefisien Determinasi.....	47
 BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	
4.1. Gambaran Umum dan Data Deskriptif	48
4.1.1. Gambaran Umum Sampel.....	48
4.1.2. Data Deskriptif.....	49
4.2. Pembahasan dan Hasil Analisis	52
4.2.1. Hasil Uji Asumsi Klasik	52
4.2.2. Hasil Analisis	57
 BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	
5.1. Kesimpulan	64
5.2. Implikasi Kebijakan	65
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	67
5.4. Agenda Penelitian Mendatang	67
Daftar Referensi	69

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Kinerja Keuangan Perusahaan

Lampiran 2 Data Input SPSS

Lampiran 3 Data Output SPSS

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Penelitian.....	36
Gambar 4.1 Grafik Scatterplot.....	56
Gambar 4.2 Hasil Uji Durbin Watson.....	57

DAFTAR RUMUS

Rumus 1	Debt to Equity Ratio (DER).....	37
Rumus 2	Dividend Payout Ratio (DPR).....	38
Rumus 3	Managerial Ownership.....	38
Rumus 4	Institutional Ownership.....	38
Rumus 5	Retrun On Asset (ROA).....	39
Rumus 6	Zskewnwess.....	42
Rumus 7	Zkurtosis.....	42
Rumus 8	Variance Inflation Faktor (VIF).....	43
Rumus 9	Glejser-test.....	44
Rumus 10	F-hitung.....	46

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Data Rata-rata Variabel <i>Managerial Ownership</i> , <i>Institutional Ownership</i> , Dividend payout ratio, ROA dan DER Perusahaan Sampel Periode 2002-2005	4
Tabel 2.1	Hubungan Beberapa Variabel Independen dengan Kebijakan Hutang ...	33
Tabel 4.1	Klasifikasi Bidang Usaha dari Sampel Perusahaan Emiten	49
Tabel 4.2	Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean, Median, Standar Deviasi ...	50
Tabel 4.3	Hasil Pengujian Normalitas	53
Tabel 4.4	Hasil Perhitungan VIF	53
Tabel 4.5	Hasil Uji Heteroskedastisitas	55
Tabel 4.6	Hasil Uji Autokorelasi	57
Tabel 4.7	Hasil Perhitungan Regresi Simultan	58
Tabel 4.8	Hasil Perhitungan Regresi Parsial	59

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Menentukan struktur modal (*capital structure*) sangat penting dalam rangka membiayai aktivitas operasional perusahaan. Besar kecilnya modal sendiri dan hutang ditunjukkan dengan besarnya *Debt to Equity Ratio* (DER). Perusahaan-perusahaan di Indonesia, khususnya yang terdaftar di BEJ memiliki struktur modal yang bervariasi. Berdasarkan ICMD 2006 terdapat 330 perusahaan yang terdaftar di BEJ selama periode 2003-2005. Pada tahun 2003 terdapat sebesar 53,03% yang tingkat DER nya lebih besar dari 1, untuk tahun 2004 sebesar 55,45% perusahaan dengan tingkat DER lebih besar dari 1 sedangkan tahun 2005 meningkat menjadi sebesar 56,71% perusahaan dengan tingkat DER>1. DER lebih besar dari satu menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan yang *listed* di BEJ mempunyai proporsi hutang yang lebih besar daripada modal sendirinya. Dengan kondisi tersebut perusahaan menanggung biaya tetap yang tinggi untuk aktivitas operasional perusahaan, namun jika kegiatan atau proyek yang dilakukan manajemen memberikan pengembalian yang lebih tinggi dari biaya modalnya, kondisi tersebut justru memberikan keuntungan bagi perusahaan.

Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen akan membuat para manajer untuk berfikir dan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yaitu memilih investasi (*agent select action*) yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan biaya modalnya

dimana kebijakan struktur modal merupakan salah satu fungsi dari *agent select action* (Lambert, 2001).

Kebijakan struktur modal 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 kepentingan terhadap kemakmuran individu, pemenuhan gaya hidup, peningkatan prestasi individu dan kenaikan kompensasi yang akan diterima (Mohd et al., 1998).

Lambert (2001) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi *utilitas principal* (pemilik) dengan manfaat dan insentif yang diterima oleh agen (manajemen). Adanya kepentingan yang berbeda sering memunculkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Untuk mengatasi konflik antara pemegang saham dengan manajemen dapat dilakukan melalui empat mekanisme 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* (Wahidahwati, 2002).

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham ini disebabkan adanya hubungan keagenan atau *agency relationship*. Menurut Jensen dan Meckling (1976), hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara pemegang saham (prinsipal) dengan manajer perusahaan (agen), untuk menjalankan aktivitas operasional perusahaan. Lebih lanjut Jensen dan Mekling (1976) mengatakan akar permasalahan antara kedua pihak tersebut adalah dari keberadaan kelebihan aliran kas atau *excess cash flow*. Sependapat dengan Jensen et al., (1992) menyatakan bahwa kelebihan aliran kas cenderung akan diinvestasikan walaupun investasinya melebihi tingkat yang optimum dan tidak jarang bahkan digunakan untuk konsumsi secara berlebihan yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan atau *excessive perquisites*.

Crutclley dan Hansen (1992) mengatakan bahwa penyebab konflik kepentingan antara prinsipal dan agen adalah perbedaan yang terjadi dimana pemegang saham (prinsipal) lebih berminat pada investasi yang beresiko tinggi dengan harapan memperoleh kembalian atau *return* yang tinggi, sedang di sisi lain manajemen (agen) lebih memilih investasi dengan resiko lebih rendah untuk melindungi posisinya.

Teori agensi menyebutkan ada beberapa mekanisme yang bisa dilakukan untuk mengawasi konflik agensi tersebut, antara lain melalui peningkatan kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Persentase kepemilikan manajerial mengalami peningkatan pada perusahaan-perusahaan yang listing di BEJ. Hal tersebut bertujuan untuk meminimalis konflik kepentingan, dimana hal tersebut sejalan dengan pendapat Jensen dan Meckling (1976).

Penelitian mengenai teori agensi dan mekanisme yang dapat dilakukan untuk mengurangi konflik keagenan tersebut telah banyak dilakukan. Penelitian tersebut umumnya menggunakan *managerial ownership*, kebijakan hutang, dan dividend payout ratio sebagai variabel yang diteliti, dengan berbagai variabel kontrol. Bathala *et. al* (1994); Moh'd *et. al* (1998); Chen dan Steiner (1999) melakukan penelitian yang berkaitan dengan teori keagenan dan menemukan fakta adanya beberapa faktor yang memiliki pengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial, hutang perusahaan, dan dividend payout ratio, dimana secara umum disimpulkan ada hubungan erat diantara ketiga variabel tersebut dalam mengurangi konflik keagenan.

Data empiris dari kelima rasio tersebut dapat dilihat dalam Tabel 1.1 sebagai berikut:

Tabel 1.1
Data Rata-rata Variabel *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, Dividend payout ratio, ROA dan DER Perusahaan Sampel Periode 2002-2005

Variabel	Th.2002	Th.2003	Th.2004	Th.2005
<i>Managerial Ownership</i> (%)	9,50	9,49	8,96	8,91
<i>Institutional Ownership</i> (%)	58,39	58,20	46,60	46,48
DPR (%)	0,36	0,39	0,48	0,57
ROA (%)	1,73	2,41	3,46	3,83
DER (%)	0,70	0,44	1,68	1,45

Sumber: ICMD 2006, diolah

Berdasarkan Tabel 1.1 dapat dilihat bahwa *Managerial Ownership* dan *Institutional Ownership* menunjukkan hasil yang menurun dari tahun 2002 sampai dengan tahun 2005 tetapi DER tahun 2002 menurun pada tahun 2003, meningkat lagi pada tahun 2004, dan tahun 2005 menurun sehingga terlihat adanya hubungan yang tidak konsisten antara *managerial ownership* dan

institutional ownership dengan DER. Dividend payout ratio, dan ROA menunjukkan grafik yang meningkat pada tahun 2002 sampai dengan tahun 2005. Menurut *agency teori*, *Managerial Ownership* dan *Institutional Ownership* yang meningkat mampu mengurangi tingkat hutang, sedangkan teori *pecking order* menyatakan dividend payout ratio, dan ROA mempunyai trend yang berlawanan dengan DER.

Alasan penelitian ini meneliti kebijakan hutang yang diproksi melalui *Debt to equity Ratio* (DER) karena kebijakan hutang 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 kepentingan terhadap kemakmuran individu, pemenuhan gaya hidup, peningkatan prestasi individu dan kenaikan kompensasi yang akan diterima.

1.2 Perumusan Masalah

Masalah keagenan merupakan masalah yang tidak bisa dihindari oleh setiap perusahaan, khususnya perusahaan besar yang modern. Masalah ini harus diawasi karena akan berpengaruh tidak hanya bagi perusahaan namun juga orang-orang yang ada di dalamnya. Menurut teori agensi, masalah ini

dapat diawasi dengan menggunakan beberapa mekanisme antara lain: penggunaan *managerial ownership*, kebijakan hutang, dividend payout ratio, penggunaan direktur dari luar, *institutional ownership* atau *blockholders*, pasar tenaga kerja manajerial, dan pasar sebagai pengawas perusahaan (Mohd et al., 1998).

Berdasarkan fenomena gap dari data penelitian, mengindikasikan bahwa *managerial ownership* dan *institutional ownership* menunjukkan trend yang menurun dari tahun 2002-2005, sedangkan dividend payout ratio dan ROA menunjukkan trend yang meningkat dari tahun 2002-2005. Berdasarkan fenomena dari keempat variabel independen tersebut (*managerial ownership*, *institutional ownership*, dividend payout ratio dan ROA) menunjukkan adanya fenomena gap, hal ini dikarenakan DER menunjukkan trend yang tidak konsisten dimana DER menunjukkan trend yang menurun pada tahun 2003, namun meningkat pada tahun 2004 dan menurun lagi pada tahun 2005.

Berdasarkan adanya fenomena gap dari variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini maka perlu dilakukan pengujian dari pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, dividend payout ratio dan ROA terhadap DER.

Berdasarkan dari hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap DER yaitu: (1) Kepemilikan Saham Manajemen (*Managerial ownership*) dinyatakan berhubungan negatif dengan kebijakan hutang (Mohd et al., 1998; Chen dan Steiner, 1999; Wahidahwati. 2002), namun hal tersebut kontradiktif dengan

Agrawal dan Mandelkar (1987) yang menyatakan bahwa *managerial ownership* berhubungan positif dengan kebijakan hutang; (2) Institutional Ownership dinyatakan signifikan negative terhadap DER (Mohd et al., 1998) tetapi dinyatakan signifikan positif oleh Fitrijanti dan Hartono, (2002); (3) DPR dinyatakan tidak signifikan (Wahidahwati, 2002) tetapi dinyatakan signifikan negatif oleh Mohd et al., (1998), dan (4) ROA dinyatakan berpengaruh signifikan negatif terhadap DER (Kaaro, 2000) tetapi dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap DER (Sekar Mayangsari, 2001)

Dalam penelitian ini variabel independent yang akan diuji pengaruhnya terhadap DER adalah *managerial ownership*, *intitutional ownership*, dividend payout ratio, ROA dan kebijakan hutang, maka masalah dalam penelitian ini dapat dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut :

1. Bagaimanakah pengaruh *managerial ownership* terhadap struktur modal ?
2. Bagaimanakah pengaruh *institutional ownership* terhadap struktur modal?
3. Bagaimanakah pengaruh dividend payout ratio terhadap struktur modal?
4. Bagaimanakah pengaruh ROA terhadap struktur modal?

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan sebagai berikut :

1. Menganalisis pengaruh *managerial ownership* terhadap struktur modal.
2. Menganalisis pengaruh *institutional ownership* terhadap struktur modal.
3. Menganalisis pengaruh *dividend payout ratio* terhadap struktur modal.

4. Menganalisis pengaruh *return on asset* terhadap struktur modal.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Adapun kegunaan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Sebagai bahan pertimbangan bagi pemegang saham, kreditur, dan manajemen dalam mengambil kebijakan hutang yang berkaitan dengan penentuan tingkat *managerial ownership*, *institutional ownership*, dividend payout ratio, dan *return on asset* yang tepat untuk mengurangi konflik keagenan.
2. Sebagai bahan pertimbangan bagi investor dalam membuat keputusan investasi, khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui kebijakan perusahaan tersebut.
3. Sebagai bahan masukan para akademisi untuk mengembangkan teori keuangan melalui penelitian lebih lanjut.

BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Telaah Pustaka

Kebijakan hutang berkaitan dengan sumber dana, yang berasal 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 berkaitan 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) menyatakan setelah struktur modal ditentukan, maka perusahaan selanjutnya akan menggunakan dana yang diperoleh tersebut untuk operasional perusahaan. 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.

2.1.1 *Pecking Order Theory*

Manajer mempunyai informasi tentang perusahaan yang lebih baik dibanding investor. Adanya informasi yang tidak searah (*asymmetric information*) ini mendorong manajer untuk mengambil keputusan berdasarkan preferensi mereka. Preferensi manajer dalam menentukan sumber pendanaan perusahaan ini disebut *pecking order theory*. Teori struktur modal *Pecking Order* oleh Brealey dan Myers (1995) mempertimbangkan persepsi investor dalam menentukan sumber dana yang digunakan perusahaan. Untuk menghindari persepsi negatif, terdapat urutan prioritas berkaitan dengan aktivitas pendanaan perusahaan. Perusahaan lebih mengutamakan sumber-sumber dana internal terlebih dahulu (laba ditahan / *retained earning*), sebelum menggunakan sumber eksternal yaitu hutang dan ekuitas (pasar modal).

Urut-urutan pendanaan menurut *Pecking Order Theory* adalah sebagai berikut (Brealey dan Myers, 1991):

- a. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (*internal financing*).
- b. Perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* (DPR) terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
- c. Dividend payout ratio yang tidak dapat diprediksi atau “*sticky*” ditambah fluktuasi probabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi, yang berarti bahwa aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi, namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.
- d. Jika pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu dimulai dengan penerbitan hutang, obligasi yang aman (*convertible bond*), alternatif yang paling akhir adalah saham.

Pecking Order Theory didasari oleh : (1) tidak bersedianya pemegang saham lama membagi kontrol dengan pemegang saham baru, (2) biaya penerbitan saham lebih mahal dibanding biaya penerbitan hutang (Husnan, 1996), (3) adanya informasi yang tidak searah (*asymetric information*), sehingga setiap perilaku manajer sering dijadikan sinyal tentang kondisi dan prospek perusahaan.

2.1.2 Agency Theory

Pada *agency theory*, yang melibatkan prinsipal dan agen, dimana prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud dengan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Hubungan keagenan sebagai suatu kontrak di mana satu

atau lebih pihak (prinsipal) memberikan tugas kepada pihak lain (agen) untuk melaksanakan jasa dan pendelegasian wewenang dalam pengambilan keputusan (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam studi tentang keuangan perusahaan, penekanan pada kebijakan manajemen yang berkaitan dengan kemakmuran dirinya dan kemakmuran pemilik perusahaan, seperti kebijakan struktur modal, dividend payout ratio dan kepemilikan internal, merupakan topik yang diteliti secara luas dan mendalam untuk melihat bagaimana pola konflik kepentingan di antara manajer dan pemilik perusahaan serta bagaimana perilaku manajemen dalam memilih metode-metode akuntansi dalam pelaporan keuangan dan konsekuensi dari pemilihan metode tersebut.

Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Maka, manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering muncul konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Perbedaan kepentingan ini muncul karena keduanya ingin memaksimalkan utilitasnya, maka ada kemungkinan agen tidak selalu akan berbuat yang terbaik bagi prinsipal, sehingga muncul masalah keagenan. Prinsipal dapat membatasi kegiatan agen yang menyimpang melalui pemberian insentif yang tepat dan mengeluarkan biaya monitoring, penentuan struktur pendanaan yang tepat dan sebagainya, sehingga kepentingan kedua pihak dapat terpenuhi.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko

sistematik dari dalam perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan.

Struktur kepemilikan juga akan berpengaruh pada masalah keagenan. Perusahaan yang sahamnya dimiliki secara mayoritas oleh keluarga (*Family Firm*), sangat mudah komunikasi maupun monitornya, sehingga akan menurunkan biaya keagenan. Perusahaan yang pemegang saham mayoritasnya ada di tangan pemerintah (*State Firm*) mempunyai peluang untuk menerbitkan hutang dalam jumlah besar, karena kreditor bersedia memberikan pinjaman kepada perusahaan pemerintah dengan alasan jika perusahaan tersebut bangkrut dan tidak bersedia lagi mengembalikan hutangnya, maka pemerintah yang akan menjaminkannya.

Kepemilikan struktur saham yang menyebar akan mempersulit untuk mengontrol manajemen perusahaan, karena kepemilikan saham perusahaan yang terlalu kecil hanya akan mempunyai insentif kecil untuk memonitor manajemen. Hal ini akan sangat berbeda jika kepemilikan saham lebih terkonsentrasi, karena akan mempermudah perusahaan dalam melakukan kontrol, pengawasan manajemen perusahaan dan suara terbanyak (*voting power*) terhadap manajemen sehingga memperkecil biaya keagenan.

Perkembangan teori keagenan memberikan pengakuan bahwa struktur kepemilikan perusahaan dapat memengaruhi kinerja perusahaan dengan menyederhanakan konflik antara manajemen dan pemegang saham. Perusahaan berbeda di dalam tingkat konsentrasi kepemilikan di antara manajer dan investor eksternal. Distribusi kepemilikan antara kelompok yang berbeda dapat

berpengaruh pada oportunistik manajerial yang selanjutnya berimplikasi pada perilaku manajer dan kinerja perusahaan.

Abdullah (2001) dalam Wahidahwati (2002) menemukan adanya keterkaitan antara struktur modal dengan struktur kepemilikan. Pendapat tersebut didasarkan pada hipotesis bahwa keputusan pembiayaan perusahaan dipengaruhi oleh dorongan manajer dan dorongan ini dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan ekuitas. Dengan demikian distribusi kepemilikan modal berhubungan dengan struktur modal.

2.1.3 Agency Cost

Dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham bertentangan. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah cost perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar cost tersebut dibiayai dengan hutang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa hutang mengandung risiko tinggi. Perbedaan kepentingan itulah maka timbul konflik yang disebut dengan konflik agensi. Konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya suatu biaya yang disebut dengan *agency cost*.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, yaitu pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Kedua, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, dengan demikian tidak tersedianya cukup banyak aliran arus kas (*free cash flow*) dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Kenaikan dividen sering diikuti dengan kenaikan harga saham dan sebaliknya (Brigham dan Houston, 1998). Hal ini menunjukkan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai sinyal profitabilitas di masa depan, dengan demikian dividen berkaitan dengan pertumbuhan perusahaan (Taufik Ariyanto, 2002). Dermawan (1997) dalam Taufik Ariyanto (2002) menemukan bahwa rata-rata pertumbuhan dividen berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Studi dari Taufik Ariyanto (2002) menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif signifikan antara pertumbuhan dengan pembayaran dividen.

Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen.

Disamping itu hutang juga akan menurunkan arus kas yang diharapkan (*excess cash flow*) yang ada dalam perusahaan, sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen (Jensen, 1986 ; Jensen et al., 1992).

Keempat, institusional investor sebagai pengawasan manajemen (*monitoring agents*). Moh'd et al. (1998) menyatakan bahwa distribusi antara pemegang saham dari luar, yaitu institusional investor dan *shareholders dispersion* (penyebaran pemilik modal) dapat mengurangi *agency cost*, karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen.

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun munculnya mekanisme pengawasan tersebut disisi lain akan menimbulkan biaya yang disebut biaya agen (*agency cost*). Biaya agensi tersebut antara lain (Taufik Aryanto, 2002):

1. Biaya yang muncul akibat ketidakefisienan pengelolaan yang dilakukan oleh pihak agen.
2. Biaya yang timbul akibat pilihan proyek yang tidak sama dengan jika pilihan tersebut dilakukan oleh pemegang saham karena resiko meruginya tinggi.
3. Biaya yang timbul karena dilakukannya kegiatan monitoring kinerja dan perilaku agen oleh pihak prinsipal.
4. Biaya yang timbul karena dilakukannya pembatasan-pembatasan bagi kegiatan agen oleh prinsipal.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan, antara lain (Sartono, 2001; Wahidahwati, 2002):

1. Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer juga merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil disamping juga ikut menanggung kerugian yang terjadi sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Menurut Jensen dan Meckling, kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.
2. Meningkatkan *dividend payout ratio* sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* (arus kas). Akibatnya manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiaya investasinya.
3. Meningkatkan pendanaan dengan hutang. Menurut Jensen *et.al*; Jensen (Wahidahwati, 2002) peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu hutang juga akan menurunkan arus kas yang diharapkan (*excess cash flow*) yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh pihak manajemen.
4. *Institutional investors* sebagai pengawasan manajemen (*monitoring agent*). Moh'd *et.al* (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu kepemilikan saham institusi (*institutional investors*) dengan modal sendiri (*shareholders dispersion*) akan dapat mengurangi biaya agen (*agency cost*).

2.1.4. *Managerial Ownership*

Dalam sebuah perusahaan tidak dipungkiri akan selalu timbul konflik kepentingan antara manajer di satu sisi dengan pemegang saham di sisi lain. Ini disebabkan masing-masing pihak memiliki preferensi yang berbeda-beda terhadap tujuan perusahaan. Tidak hanya itu, menurut Tandelilin dan Wilberforce, (2002), konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham biasanya juga terjadi berkaitan dengan keputusan investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan. Pihak manajemen biasanya lebih menyukai investasi dengan resiko lebih rendah untuk melindungi posisinya sedangkan pemegang saham lebih menyukai investasi yang beresiko tinggi dengan harapan memperoleh kembalian atau *return* yang tinggi. Konflik kepentingan ini mau tidak mau harus dipecahkan karena apabila tidak hal ini akan berakibat buruk terhadap kinerja perusahaan. Disamping itu, hal ini juga dimaksudkan agar citra baik perusahaan tetap bisa dipertahankan.

Managerial ownership menjadi salah satu upaya yang bisa ditempuh untuk mengurangi konflik ini. *Managerial ownership* menunjukkan kepemilikan manajer atas saham di dalam sebuah perusahaan. Ini berarti seorang manajer akan berkedudukan ganda, tidak hanya sebagai seorang manajer saja tetapi juga merupakan pemegang saham. Dengan kedudukan yang ganda seorang manajer dalam setiap pengambilan keputusan yang dilakukannya memiliki dua kepentingan, yaitu kepentingan sebagai manajer perusahaan di satu sisi dengan kepentingan pemegang saham di sisi lain. Diharapkan dengan posisinya ini, manajer bisa mengambil keputusan yang tepat bagi pihak manajemen dan

pemegang saham karena tentu saja ia tidak menginginkan keputusan yang akan diambilnya tersebut merugikan posisinya, baik sebagai manajer maupun pemegang saham.

2.1.5 Institutional Ownership

Investor lembaga berbeda dengan investor individual yang tidak begitu mencampuri urusan intern perusahaan yang mempunyai saham. Investor lembaga akan mencoba untuk mempengaruhi manajemen perusahaan dalam mengelola urusan intern perusahaan dikarenakan investor lembaga mempunyai kepemilikan yang agak besar dalam perusahaan. Mereka takut apabila manajemen perusahaan tidak mampu mengelola perusahaan dengan baik maka akan berakibat buruk pada saham dimana terdapat investasi mereka yang besar. Apabila lembaga mempunyai persentase kepemilikan saham yang besar, mereka pasti akan lebih intensif dalam mempengaruhi manajemen intern perusahaan dikarenakan mereka mempunyai kepemilikan yang lebih besar (Graves dan Waddock, 1990).

Coffey dan Fryxell (1997) menyatakan bank, dana investasi, perusahaan investasi, perusahaan asuransi, sumbangan universitas sebagai lembaga utama pemegang ekuitas perusahaan. Kepemilikan terlihat dari sebuah point kebijakan dimana investor lembaga telah memulai menggunakan kekuatan mereka untuk membentuk kebijakan perusahaan antara lain dividend payout ratio.

Kepemilikan lembaga tidak hanya berkaitan dengan kekuatan mereka dalam membentuk kebijakan namun juga berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam memperoleh informasi karena:

1. Lembaga (institutional) memegang lebih dari 50% hak milik ekuitas domestik sejak 1992 (Smith, 1996). Lembaga mempunyai perbedaan dengan individual dalam mendapatkan informasi. Mereka mengharapkan dapat mendapatkan margin keuntungan dalam aktivitas perolehan informasi. Menurut Scleifer dan Vishny (Hermawan, 2002), lembaga dengan investasi uang yang agak besar akan menjadi pengawas yang penting dalam perusahaan. Sebagai pengawas, lembaga mempunyai kesempatan yang lebih baik dalam memproses informasi mengenai perusahaan. Dengan investasi yang besar, investor lembaga juga dapat mengawasi manajer perusahaan secara efektif dan dapat melakukan perubahan jika dianggap perlu.
2. Lembaga seperti dana pinjaman (*mutual funds*) dan dana pensiun harus bersaing atas dasar untuk mempertahankan bisnis. Kinerja dana-dana tersebut dipengaruhi oleh kemampuan dalam mengumpulkan dan memproses informasi pada kesempatan investasi yang potensial.
3. Lembaga harus memperhatikan investasi pada saham kecil dengan sebaik-baiknya. Hal ini disebabkan perusahaan-perusahaan yang lebih besar mempunyai informasi yang lebih berguna daripada perusahaan kecil.

2.1.6. Dividend payout ratio

Dividend payout ratio berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan di dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan di dalam perusahaan (Riyanto, 1995).

Riyanto (1995) mengatakan bahwa ada empat faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio suatu perusahaan, yaitu:

1. Posisi likuiditas perusahaan.

Posisi kas atau likuiditas dari suatu perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Oleh karena dividen merupakan *cash outflow* (arus kas keluar), maka apabila posisi likuiditas perusahaan semakin kuat maka kemampuan perusahaan tersebut untuk membayar dividen akan semakin besar.

2. Kebutuhan dana untuk membayar hutang.

Apabila perusahaan telah menetapkan bahwa pelunasan hutangnya akan diambilkan dari laba ditahan, maka perusahaan harus menahan sebagian besar pendapatannya untuk keperluan tersebut, yang ini berarti hanya sebagian kecil pendapatan (*earning*) yang dibayarkan sebagai dividen.

3. Tingkat pertumbuhan perusahaan.

Sebuah perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat akan membutuhkan dana yang lebih besar bila dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya relatif lambat. Jika dana yang dibutuhkan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan ini sangat besar, kecenderungan yang terjadi adalah perusahaan lebih suka menahan *earning*nya daripada harus membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya.

4. Pengawasan terhadap perusahaan.

Ini terutama berkaitan dengan kebijakan perusahaan untuk membiayai ekspansinya hanya dengan dana yang berasal dari sumber intern saja agar kontrol dari kelompok dominan di dalam perusahaan tetap bisa dijalankan.

Jika perusahaan mempunyai kebijakan seperti ini, maka perusahaan akan lebih suka menahan *earningnya* untuk membiayai ekspansi perusahaan daripada harus membagikan dalam bentuk dividen. Ada beberapa macam dividend payout ratio yang dilakukan oleh perusahaan, yaitu: (Riyanto, 1995) :

1. Dividend payout ratio yang stabil.

Ini berarti jumlah dividen per lembar yang dibayarkan setiap tahunnya kepada pemegang saham relatif tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan per lembar saham per tahunnya berfluktuasi.

2. Dividend payout ratio dengan penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu.

Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham setiap tahunnya dan apabila keadaan keuangan perusahaan lebih baik maka akan dibayarkan dividen ekstra di atas jumlah minimal tersebut. Dividend payout ratio dengan penetapan *dividend payout ratio* yang konstan. Ini berarti jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuntungan bersih (*netto*) yang diperoleh setiap tahunnya.

3. Dividend payout ratio yang fleksibel.

Perusahaan yang menerapkan dividend payout ratio yang fleksibel akan membayarkan dividen setiap tahunnya sesuai dengan posisi finansial dan kebijakan finansial dari perusahaan yang bersangkutan.

2.1.7 Return on Asset (ROA)

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 asset yang dilakukan perusahaan. ROA juga merupakan perkalian antara *faktor 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).

2.1.8. Struktur Modal

Kebijakan hutang berkaitan dengan persentase sumber penawaran modal perusahaan yang berasal dari luar perusahaan (*external source*), yaitu dari para kreditur (Riyanto, 1995). Hutang atau sering disebut dengan modal asing sifatnya hanya sementara bekerja di dalam perusahaan dan karenanya pada saatnya harus dibayar kembali.

Hutang bisa digolongkan ke dalam tiga jenis, yaitu: (Riyanto, 1995).

Pertama, hutang jangka pendek (*short-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya kurang dari satu tahun. Sebagian besar hutang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usahanya, meliputi kredit rekening koran, kredit dari penjual (*levancier credit*), kredit dari pembeli (*afnemers crediet*), dan kredit wesel. *Kedua*, hutang jangka menengah (*intermediate-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari satu tahun dan kurang dari 10 tahun.

Kebutuhan membelanjai usaha dengan jenis kredit ini dirasakan karena adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi dengan kredit jangka pendek di satu pihak dan juga sulit untuk dipenuhi dengan kredit jangka panjang di pihak lain.

Bentuk utama dari hutang jangka menengah ini adalah *term loan* (pinjaman berjangka) dan *lease financing* (pembiayaan leasing). *Ketiga*, hutang jangka panjang (*long-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari 10 tahun. Hutang jangka panjang ini pada umumnya digunakan untuk membelanjai perluasan usaha (ekspansi) atau modernisasi dari perusahaan. Bentuk utama dari hutang jangka panjang adalah pinjaman obligasi (*bonds-payables*) dan pinjaman hipotik (*mortgage*) atau sewa.

2.2. Pengaruh Antar Variabel

2.2.1. Pengaruh *managerial ownership* Terhadap Struktur Modal

Jensen dan Meckling (Wahidahwati, 2002) dalam sebuah perusahaan dimana manajer memiliki saham yang besar muncul kecenderungan manajer tersebut akan mengurangi tingkat hutang secara optimal sehingga akan mengurangi biaya keagenan hutang. Sebaliknya menurut Sartono, (2001) penggunaan hutang yang makin besar akan menimbulkan dampak kenaikan resiko kebangkrutan, yang berarti meningkatkan resiko yang tidak dapat didiversifikasikan bagi manajer sehingga kepemilikan saham manajemen (*managerial ownership*) akan berkurang. Oleh karena itu hubungan antara kedua variabel ini diharapkan memiliki arah negatif.

Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H1 : Managerial ownership berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Struktur Modal.

2.2.2. Pengaruh *institutional ownership* Terhadap Struktur Modal

Shleifer dan Vishny (Bathala *et.al*, 1994) menyatakan bahwa kehadiran pemegang saham besar seperti kepemilikan saham institusi (*institutional ownership*) mempunyai peranan penting dalam memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham. Adanya monitoring yang efektif oleh

kepemilikan saham institusi (*institutional ownership*) menyebabkan penggunaan hutang menurun karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh kepemilikan saham institusi (*institutional ownership*). Oleh karena itu kedua variabel ini diharapkan memiliki hubungan yang saling berlawanan.

Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H2 : Institutional ownership berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Struktur Modal.

2.2.3. Pengaruh dividend payout ratio Terhadap Struktur Modal

Secara normal *dividend per share* (DPS) lebih kecil daripada *earning per share* (EPS), sehingga besarnya DPR umumnya kurang dari satu (< 1) (Brigham, 1983: 208). DPS merupakan dividen per lembar saham yang diperoleh dari jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa dibagi dengan jumlah saham beredar (*outstanding share*); sedangkan EPS merupakan laba per lembar saham yang diperoleh dari laba bersih setelah pajak (*net income after tax* – NIAT atau *earning after tax* – EAT) dibagi dengan jumlah saham yang beredar (*outstanding share*) (Brigham, 1983).

Perbandingan antara *Dividend per share* (DPS) dengan *Earning per share* (EPS) disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR), jadi perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan *dividen per share* terhadap pertumbuhan *earning per share* nya. Didalam komponen DPS terkandung unsur dividen, semakin besar

DPR tentu semakin kecil jumlah modal sendiri yang tertanam ke dalam perusahaan; sehingga debt to equity ratio (DER) akan semakin kecil (dengan asumsi tidak ada tambahan hutang baru selama periode yang sama) (Robert Ang, 1997: p.6.23).

Menurut Moh'd *et.al* (1998), pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal. Wahidahwati, (2002) menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer sehingga mengurangi kekuasaan manajer. Dalam penelitian ini diharapkan kedua variabel menunjukkan hubungan yang negatif.

Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H3 : Dividend payout ratio berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Struktur Modal.

2.2.4. Pengaruh ROA Terhadap Struktur Modal

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). Dengan demikian hubungan antara ROA dan *debt to equity ratio* (DER) diharapkan mempunyai hubungan positif. Sedangkan dari hasil penelitian terdahulu yang menghubungkan antara ROA dengan DER dilakukan oleh Sekar Mayangsari (2001) dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROA

berpengaruh signifikan positif terhadap DER, sehingga dapat dirumuskan menjadi hipotesis 4 sebagai berikut:

H 4 : *Return on asset* (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Struktur Modal

2.3 Penelitian Terdahulu

Penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) dilakukan untuk mengetahui hubungan antara saham biasa (*common stock*) dan hak kepemilikan (*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.

Bathala et. al (1994) dalam penelitiannya mengenai teori agensi meneliti pengaruh *institutional ownership* terhadap *debt policy* dan *managerial ownership* dengan menggunakan variabel penjelas *earning volatiliy*, *non debt tax shields*, *expenditures in nontangible asstes*, *asset growth*, *institutional ownership*, dan *managerial stock ownership* sebagai persamaan *debt ratio*.
Sedang *stock return* perubahan laba, *expenditurers in nontangible asset*, *asset growth*, *size of the firm*, *institutional ownership*, dan *debt ratio* sebagai variabel penjelas dalam persamaan *managerial ownership*.

Moh'd et. al (1998) dalam penelitiannya berusaha menjelaskan *pengaruh agency theory* dan konsentrasi *ownership* dalam struktur modal perusahaan. Variabel yang digunakan adalah *debt*, *managerial ownership*, *institutional investors*, *shareholders*, *dividend payment*, *growth opportunities*, *firm size*, *asset structure*, *business risk*, *operating leverage risk*, *profitability*, *tax rate*, *nondebt tax shield*, dan *uniqueness*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *managerial ownership*, *institutional investors*, *shareholders*, *dividend payment*, *growth opportunities*, *business risk*, *profitability*, dan *uniqueness* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *debt ratio*. Sedang variabel lain berpengaruh positif secara signifikan terhadap *debt ratio*.

Chen dan Steiner (1999) dalam penelitiannya berusaha menjelaskan bagaimana *managerial ownership* berhubungan dengan pengambilan resiko, kebijakan hutang, dan *dividend payout ratio*. Dengan menggunakan variabel *endogenous* (*managerial ownership*, *total risk*, *debt*, dan *dividend*) serta variabel *exogenous* (*institutional investors*, *operating leverage*, *R and D*, *ROA*,

growth, firm diversification, fixed asset, capital expenditures, firm size, equity value, dan firm owned by 5% block holder) diketahui bahwa *managerial ownership* membantu mengawasi *agency conflict* antara *stockholders* dengan *bondholders*.

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 pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan total aktiva. Pertumbuhan penjualan mencerminkan prospek perusahaan dengan rentang waktu lebih panjang dari profitabilitas tetapi lebih pendek dari pertumbuhan asset. Penelitian Hermendito Kaaro (2000) menguji pengaruh kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan asset terhadap *debt to equity ratio* (DER), dengan menggunakan analisis regresi hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap DER, sementara profitabilitas dan pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif dan pertumbuhan asset 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.

Penelitian mengenai *agency theory* di Indonesia antara lain dilakukan oleh Sartono (2001). Dalam penelitiannya Sartono (2001) berusaha menguji hubungan dari faktor-faktor yang mempengaruhi kepemilikan orang dalam, hutang, dan dividend payout ratio, dengan mengidentifikasi variabel determinan untuk tiap konsep yang berhubungan dengan *agency theory*. Hasil penelitiannya sebagai berikut: *Pertama*, variabel kepemilikan, kebijakan hutang, dan dividend payout ratio secara serempak memiliki hubungan yang signifikan dan saling berpengaruh. *Kedua*, variabel hutang dan dividen secara individual tidak mempengaruhi kepemilikan orang dalam. *Ketiga*, kepemilikan orang dalam dan hutang secara individual memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen.

Wahidahwati (2002) dalam penelitiannya berusaha menganalisis apakah *managerial ownership* dan *institutional investors* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang (struktur modal) perusahaan pada industri manufaktur yang *go publik* di BEJ. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel *managerial ownership* dan *institutional investors* berpengaruh secara signifikan terhadap debt ratio.

Tandelilin dan Wilberforce (2002) dalam penelitiannya berusaha menganalisis apakah kebijakan hutang dan dividend payout ratio dapat mensubstitusi kepemilikan orang dalam. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa dengan menggunakan analisis persamaan simultan pada data *cross sectional* perusahaan diketahui bahwa ada efek substitusi antara hutang dengan *managerial ownership*.

Taufik Ariyanto (2002) dalam penelitian mengenai pengaruh struktur pemegang saham terhadap struktur modal perusahaan dimana dalam penelitian tersebut menggunakan *leverage ratio* sebagai variabel dependen dan variabel independennya adalah struktur pemegang saham publik, ukuran perusahaan, *fixed asset*, *dividend policy*, dan profitabilitas. Hasil penelitiannya menyebutkan bahwa pada periode sebelum kritis (1990-1996), variabel struktur pemegang saham publik, *size*, *profitability*, dan *fixed asset ratio* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal; sedangkan variabel struktur pemegang saham mayoritas dan *dividend policy* tidak berpengaruh signifikan. Pada penelitian setelah krisis (1997-1998), variabel *size*, *profitability*, dan *fixed asset* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal; sedangkan variabel struktur pemegang saham mayoritas, struktur pemegang saham publik, dan *dividend policy* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

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.

Mutamimah (2003) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang menentukan struktur modal pada perusahaan non finansial. Dimana sebagai variabel terikatnya adalah struktur modal dan variabel bebasnya adalah menggunakan proksi dari tiga teori: proksi *trade off* yaitu *non debt tax shield*, *firm*

size, likuiditas, resiko bisnis; proksi *pecking order theory* yaitu *profitability* dan defisit kas; proksi *agency theory* yaitu perusahaan keluarga dan perusahaan pemerintah. Hasilnya dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan go public di BEJ cenderung mengikuti hierarki *pecking order theory* dan *agency theory* dibandingkan dengan mempertahankan target struktur modal menggunakan *trade off theory* dalam mengambil keputusan pendanaannya.

Penelitian yang dilakukan Saidi (2004) menyebutkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur go public di BEJ tahun 1997-2002 antara lain adalah ukuran perusahaan, resiko bisnis, pertumbuhan asset, dan struktur kepemilikan perusahaan. Dari hasil penelitian yang telah dilakukan menggunakan regresi berganda secara simultan, keempat variabel independen tersebut berpengaruh secara bersama-sama terhadap struktur modal, namun secara parsial hanya variabel resiko bisnis yang tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Beberapa penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang disajikan pada Tabel 2.1 sebagai berikut:

Tabel 2.1:
Hubungan Beberapa Variabel Independen dengan Kebijakan Hutang

No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
1	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
2	Bathala et. al	1994	Dependen: Kebijakan Hutang (DER) Independen: earning volatiliy,	Menemukan adanya hubungan negatif antara perubahan laba, prosentase yang dimiliki oleh

			non debt tax shields, expenditures in nontangible asstes, asset growth, institutional ownership, dan managerial stock ownership	insider dan manajemen dengan DER
3	Moh'd et. al	1998	Dependen: DER Independen: debt, managerial ownership, institutional investors, shareholders, dividend payment, growth opportunities, firm size, asset structure, business risk, operating leverage risk, profitability, tax rate, nondebt tax shield, dan uniqueness	managerial ownership, institutional investors, shareholders, dividend payment, growth opportunities, business risk, profitability, dan uniqueness berpengaruh negatif secara signifikan terhadap debt ratio. Sedang variabel lain berpengaruh positif secara signifikan terhadap debt ratio
4	H. Kaaro	2000	Dependen: Debt Rasio Independen: kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aset	Kebijakan dividen tidak berpengaruh, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif signifikan, pertumbuhan aset berpengaruh positif signifikan.
5	Sekar Mayangsari	2001	Dependen: Leverage, Independen: pertumbuhan, laba bersih, perubahan modal kerja, struktur aset, <i>size</i> , <i>operating leverage</i>	Variabel variabel yang secara signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan eksternal adalah besaran perusahaan, profitabilitas, struktur aset, dan perubahan modal kerja
No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
6	Chen dan Steiner	2001	Dependen: managerial ownership, total risk, debt, dan dividend Independen: institutional investors, operating leverage, R and D, ROA, growth, firm diversification, fixed asset, capital expenditures, firm size, equaity value, dan firm owned bay 5% block holder	managerial ownership membantu mengawasi agency conflict antara stockholders dengan bondholders.
7	Wahidahwati	2002	Dependen: Debt Rasio Independen: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, Size, DPR, Asset, Earning perubahan laba, Stock volatility	Kepemilikan manajemen, institusional, perubahan laba dan stock volatility berpengaruh negatif terhadap debt ratio, dan Size berpengaruh positif terhadap debt ratio. Sementara DPR dan

				Asset tidak signifikan terhadap debt ratio.
8	Taufik Aryanto	2002	<p>Dependen: Debt Rasio</p> <p>Independen: Struktur pemegang saham mayoritas -Struktur pemegang saham public -Fixed Asset Ratio -Firm size -Profitabilitas -Devidend policy</p>	<p>Tahun 1990-1996: struktur pemegang saham public, size, profitability dan fixed asset berpengaruh signifikan terhadap struktur modal; sedangkan struktur pemegang saham mayoritas dan dividend policy tidak berpengaruh.</p> <p>-Tahun 1997-1998: size, profitability dan fixed asset berpengaruh signifikan terhadap struktur modal; sedangkan dividend policy, struktur pemegang saham mayoritas dan public tidak berpengaruh</p>
9	Cassar dan Holmes	2003	<p>Dependen: Debt Rasio</p> <p>Independen: ukuran perusahaan, struktur asset, profitabilitas, resiko dan pertumbuhan penjualan</p>	<p>Kelima variabel independen tersebut (ukuran perusahaan, struktur asset, profitabilitas, resiko dan pertumbuhan penjualan) berpengaruh signifikan terhadap DER pada perusahaan-perusahaan di Australia.</p>
No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
10	Mutaimimah	2003	<p>- Dependen: Debt Rasio</p> <p>Independen: Proksi Trade Off: Non debt tax shield, firm size, likuiditas, resiko bisnis -Proksi Pecking Order Theory: profitability dan defisit kas -Proksi Agency Theory: perusahaan keluarga, perusahaan pemerintah, perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi</p>	<p>-Trade Off: non debt tax dan resiko bisnis berpengaruh negative terhadap struktur modal; sedangkan size dan likuiditas berpengaruh positif -Pecking Order: defisit kas dan profitability berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal -Agency Theory: perusahaan keluarga dan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi berpengaruh negatif signifikan; sedangkan perusahaan pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal</p>
11	Saidi	2004	<p>Dependen: Debt Rasio</p> <p>Independen: Firm size</p>	<p>-Secara simultan, keempat variabel tersebut berpengaruh secara bersama-sama terhadap</p>

			-Resiko Bisnis -Pertumbuhan asset -Struktur kepemilikan perusahaan	struktur modal -Secara parsial, hanya variabel resiko bisnis yang tidak berpengaruh terhadap struktur modal
--	--	--	--	--

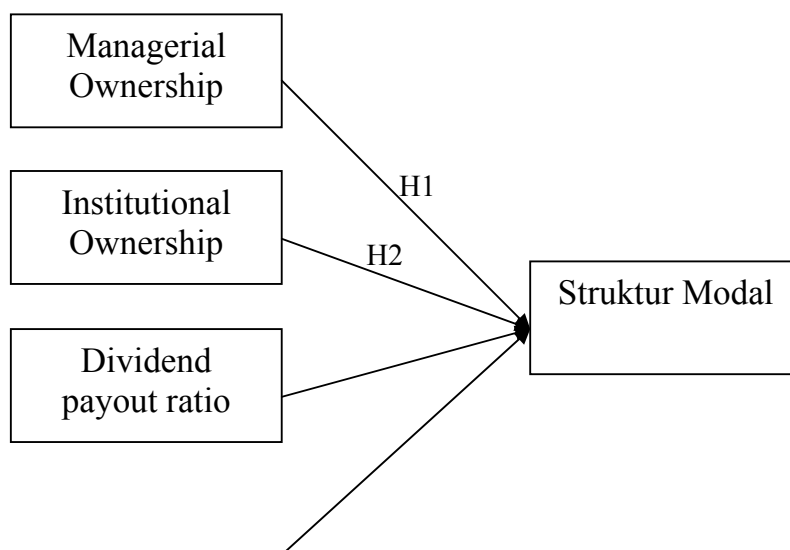
Sumber : Berdasarkan hasil-hasil dari penelitian terdahulu

2.4 Kerangka Pemikiran Penelitian

Penelitian ini dikembangkan dari penelitian mendatang (*future research*) penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002). Disini akan dicoba dicari hubungan antara variabel *managerial ownership*, *institutional ownership*, dividend payout ratio, ROA dan struktur modal sehingga kerangka pemikiran penelitian ini adalah sebagai berikut:

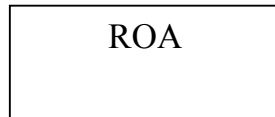
Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran Penelitian



H3

H4



Sumber: Agrawal dan Mandelkar (1987); Bathala et. al. (1994); Tandelilin dan Wilberforce (2002); dan Wahidahwati (2002).

Dari kerangka pemikiran penelitian diatas dapat dijelaskan bahwa struktur kepemilikan manajemen (managerial ownership) dan kepemilikan institusi (institutional ownership) yang besar akan menurunkan struktur modal karena semakin besar kepemilikan manajemen maka manajemen perusahaan akan semakin berhati-hati dalam memutuskan kebijakan hutang, sedangkan kepemilikan institusi berperan sebagai monitoring agent. DPR yang tinggi akan menurunkan struktur modal karena perusahaan profitable sehingga mempunyai dana untuk kas mendatang. Sementara ROA yang tinggi akan meningkatkan hutang karena perusahaan semakin antusias untuk melakukan ekspansi usaha sehingga membutuhkan dana yang besar.

2.5. Hipotesis

Hipotesis-hipotesis dalam penelitian ini dapat dirumuskan seperti dibawah ini:

H1 : Managerial ownership berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Struktur Modal.

H2 : Institutional ownership berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Struktur Modal.

H3 : Dividend payout ratio berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Struktur Modal

H4 : ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap Struktur Modal.

2.6 Definisi Operasional

Berikut akan disajikan variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini beserta pengukurannya:

1. Struktur Modal ditunjukkan oleh rasio total hutang dengan total ekuitas, dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots(1)$$

2. Dividend Payout Ratio, ditunjukkan oleh rasio pembayaran dividen dengan earning after tax, dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \dots\dots\dots(2)$$

3. *Managerial Ownership*, ditunjukkan dengan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer atas keseluruhan saham yang beredar di luar, dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Saham yang Dimiliki Manajer}$$

$$\text{Managerial Ownership} = \frac{\text{Saham yang Dimiliki Manajemen}}{\text{Total Saham yang Beredar}} \times 100 \dots(3)$$

Total Saham yang Beredar

4. *Institutional Ownership*, ditunjukkan dengan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional, seperti LSM, BUMN, maupun perusahaan swasta atas keseluruhan saham yang beredar di luar, dirumuskan sebagai berikut:

Saham yang Dimiliki Institusi

$$\text{Institutional Ownership} = \frac{\text{Saham yang Dimiliki Institusi}}{\text{Total Saham yang Beredar}} \times 100 \dots(4)$$

Total Saham yang Beredar

5. **ROA**, merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dilihat dari total asset yang dimiliki. Rasio merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total asset yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Variabel ROA dirumuskan sebagai berikut:

Profit after tax

$$\text{ROA} = \frac{\text{Profit after tax}}{\text{Total Asset}} \dots(5)$$

Total Asset

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dalam periode pengamatan tahun 2002-2005. Data yang diperlukan adalah data laporan keuangan tahunan perusahaan dan laporan lain yang relevan dengan penelitian ini dari berbagai sektor industri yang *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Keseluruhan data diperoleh dari Indonesia Capital Market Directory Tahun 2006.

3.2 Populasi dan Sampel

Dalam penelitian ini perusahaan yang menjadi populasi adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2002-2005. sejumlah 330 perusahaan. Penentuan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Ini berarti sampel dipilih dengan tujuan atau target tertentu (Indriantoro dan Supomo, 1999). Lebih lanjut, metode *purposive sampling*.

Untuk penelitian ini yang sesuai untuk digunakan adalah metode pemilihan sampel berdasarkan kriteria (*purposive sampling*). Oleh karena itu peneliti telah menetapkan kriteria yang harus dipenuhi oleh perusahaan yang dapat menjadi sampel dalam penelitian ini. Kriteria tersebut, antara lain:

1. Memiliki laporan keuangan selama periode penelitian.

2. Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki manajer.
3. Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional.
4. Memiliki EBIT positif.

Berdasarkan teknik purposive sampling, terpilih sampel sejumlah 27 perusahaan. sehingga jumlah data pengamatan dalam penelitian ini sejumlah 108 pengamatan ($27 \times 4 = 108$). Mekanisme metode pooled dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Data pengamatan no 1 sampai dengan 27 merupakan data rasio keuangan untuk Tahun 2002.
2. Data pengamatan no 28 sampai dengan 54 merupakan data rasio keuangan untuk Tahun 2003.
3. Data pengamatan no 55 sampai dengan 81 merupakan data rasio keuangan untuk Tahun 2004.
4. Data pengamatan no 82 sampai dengan 108 merupakan data rasio keuangan untuk Tahun 2005.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini dikumpulkan melalui teknik dokumentasi, yaitu dengan jalan mencatat atau mengkopi data-data dalam Indonesia Capital Market Directory (ICMD 2006) yang relevan dengan penelitian ini.

3.4. 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:

3.4.1. 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 statistik sederhana yang dapat dilakukan adalah berdasarkan nilai kurtosis (kemencengan) atau skewness (kemiringan). Nilai z statistik untuk skewness dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Imam Ghozali,2004)

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

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

$$Z_{kurtosis} = \frac{\text{Kurtosis}}{\sqrt{24/N}} \dots\dots\dots(7)$$

Dimana N adalah jumlah sample, jika nilai Z hitung > Z table, maka distribusi tidak normal. Misalkan nilai 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 Ghazali, 2004).

3.4.2. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui adanya hubungan yang sempurna antar variabel independen dalam model regresi. Metode untuk mendiagnose adanya *multicollinearity* dilakukan dengan diduga 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 Faktor* (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\boxed{VIF = 1 / Tolerance} \dots\dots\dots(8)$$

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

3.4.3. 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 (diagram heteroskedastisitas secara grafis) 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).

$$\boxed{[e_i]} = B_1 X_i + v_i \dots\dots\dots(9)$$

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

V_i : unsur kesalahan.

3.4.4. Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi keempat 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 (+/-).

3.5 Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis dalam penelitian ini dilakukan terhadap hipotesis statistik menggunakan uji t (secara parsial) dan uji F (secara simultan). Adapun persamaan regresi untuk model penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4$$

dimana

y = Struktur Modal

a = konstanta

b_1 , b_2 dan b_3 = koefisien regresi

x_1 = kepemilikan manajerial

x_2 = kepemilikan institusional

x_3 = dividend payout ratio

x_4 = ROA

3.5.1 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 $p \text{ value} < \alpha$; H_a ditolak apabila $p \text{ value} > \alpha$

3.5.2 Uji F (secara simultan)

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

Hipotesis ini dirumuskan sebagai berikut :

$$H_1 : b_1, b_2, b_3, b_4 \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen (X_1 s/d X_4) terhadap variabel dependen (Y).

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus: (Gujarati, 1995)

$$F_{\text{-hitung}} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)} \dots\dots\dots(10)$$

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.

3.5.3 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien Determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah di antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. (Ghozali, 2004,p.38).

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 2002-2005 yang mengeluarkan data-data keuangan dan yang membagikan dividen dan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen. Dari 330 perusahaan yang terdaftar hanya 27 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. Gambaran Umum dan Data Deskriptif

4.1.1. Gambaran Umum Sampel

Perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam emiten sebagai penjual saham dalam sampel penelitian ini dapat digolongkan menurut bidang usahanya yang terlihat pada Tabel 4.1. Berdasarkan Tabel tersebut terlihat bahwa jenis bidang usaha dari perusahaan emiten yang paling banyak masuk dalam kelompok sampel penelitian ini adalah perusahaan emiten dengan bidang usaha pelayanan transportasi (*transportation services*) dengan 4 perusahaan yang masuk kedalam sampel.

Tabel 4.1**Klasifikasi Bidang Usaha dari Sampel Perusahaan Emiten**

No	Nama Perusahaan	Bidang Usaha
1	PT. Gudang Garam, Tbk	Tobacco Manufacturing
2	PT. HM Sampoerna, Tbk	Tobacco Manufacturing
3	PT. Pan Brothers Tex, Tbk	Apparell and other textile product
4	PT. AKR Corporindo, Tbk	Chemical and Allied Products
5	PT. Lautan Luas, Tbk	Chemical and Allied Products
6	PT. Sorini Corporation, Tbk	Chemical and Allied Products
7	PT. Duta Pertiwi Nusantara, Tbk	Adhesive
8	PT. Ekadharna Tape Industries, Tbk	Adhesive
9	PT. Intanwijaya Internasional, Tbk	Adhesive
10	PT. Lionmesh Prima, Tbk	Metal and Allied Products
11	PT. Lion Metal Works, Tbk	Metal and Allied Products
12	PT. Astra International, Tbk	Automotive and Allied Products
13	PT. Selamat Sempurna, Tbk	Automotive and Allied Products
14	PT. Kimia Farma (Persero), Tbk	Pharmaceuticals
15	PT. Mandom Indonesia, Tbk	Consumer goods
16	PT. Berlian Laju Tanker, Tbk	Transportation services
17	PT. Pelayaran Tempuran Emas, Tbk	Transportation services
18	PT. Rig Tenders Indonesia, Tbk	Transportation services
19	PT. Samudera Indonesia, Tbk	Transportation services
20	PT. Ramayana Lestari Sentosa, Tbk	Whole sale and retail trade
21	PT. Bank Bumiputera Indonesia, Tbk	Banking
22	PT. Bank Central Asia, Tbk	Banking
23	PT. Bank Swadesi, Tbk	Banking
24	PT. Trimegah Securities, Tbk	Securites
25	PT. Asuransi Bintang, Tbk	Insurance
26	PT. Asuransi Ramayana, Tbk	Insurance
27	PT. Jasuindo Tiga Perkasa, Tbk	Trade Document Industry

Sumber: ICMD 2006

4.1.2. Data Deskriptif

Berdasarkan data mentah yang diinput dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2006) maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi Managerial Ownership, Institutional Ownership, dividend payout ratio dan ROA, dan Debt to Equity Ratio (DER).

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada Tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2:
Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean, Median, Standar Deviasi

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Managerial	108	,02	79,08	10,2685	18,95368
Institutional	108	,70	58,06	30,7157	14,45254
DPR	108	,07	484,31	51,3072	77,82700
ROA	108	,62	19,13	7,3845	4,83781
DER	108	,03	4,80	1,1140	,99689
Valid N (listwise)	108				

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2006 diolah.

Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 4.2 tersebut nampak bahwa dari 27 perusahaan sampel dengan 108 pengamatan (27 perusahaan x 4 tahun), rata-rata DER selama periode pengamatan (2002-2005) sebesar 1,1140 dengan standar deviasi (SD) sebesar 0,99689; hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih kecil 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 (4,80) menunjukkan bahwa data variabel DER mengindikasikan hasil yang baik, dengan rentang nilai minimum dan nilai maksimum yang sangat jauh menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan

sampel dalam kebijakan hutangnya sangat berbeda, hal tersebut dikarenakan standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut cukup rendah karena lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

Rata-rata managerial ownership selama periode pengamatan (2002-2005) sebesar 10,2685 dengan standar deviasi (SD) sebesar 18,95368; hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih besar daripada rata-rata managerial ownership. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data variabel managerial ownership mengindikasikan hasil yang kurang baik, hal tersebut dikarenakan standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut lebih besar dari nilai rata-ratanya.

Rata-rata institutional ownership selama periode pengamatan (2002-2005) sebesar 30,7157 dengan standar deviasi (SD) sebesar 14,45254; hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih kecil daripada rata-rata institutional ownership. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data variabel institutional ownership mengindikasikan hasil yang baik, hal tersebut dikarenakan standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

Rata-rata ROA selama periode pengamatan (2002-2005) sebesar 7,3845 dengan standar deviasi (SD) sebesar 4,83781; hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih kecil daripada rata-rata ROA. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data variabel ROA mengindikasikan hasil yang baik, hal tersebut dikarenakan standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut 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 tiga 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, 2005) Pengujian terhadap normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov menunjukkan semua variabel yaitu: Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR, ROA, dan DER mempunyai nilai signifikansi masing-masing sebesar 0,514; 0,724; 0,429; 0,189; dan 0,414. Dimana hasilnya menunjukkan tingkat signifikansi diatas 0,05, hal ini berarti data yang ada terdistribusi normal. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada Tabel 4.3 berikut ini:

Tabel 4.3:
Hasil Pengujian Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	Managerial	Institutional	DPR	ROA	DER
N	108	108	108	108	108
Normal Parameters					
Mean	10,2685	30,7157	51,3072	7,3845	1,1140
Std. Deviation	18,95368	14,45254	77,82700	4,83781	,99689
Most Extreme Differences					
Absolute	,137	,067	,133	,105	,171
Positive	,137	,067	,133	,105	,171
Negative	-,129	-,064	-,126	-,081	-,138
Kolmogorov-Smirnov Z	,815	,692	,945	1,086	,978
Asymp. Sig. (2-tailed)	,514	,724	,429	,189	,414

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

2. Hasil Uji Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinearitas antar variabel independen digunakan *variance inflation faktor* (VIF). Sampel hasil yang ditunjukkan dalam output SPSS maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada Tabel 4.4 sebagai berikut:

Tabel 4.4:
Hasil Perhitungan VIF

Coefficients^a

Model	Collinearity Statistics		
	Tolerance	VIF	
1	Managerial	,883	1,133
	Institutional	,839	1,192
	DPR	,969	1,032
	ROA	,864	1,157

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Sampel Tabel 4.4 menunjukkan bahwa keempat variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai VIF < 5,00. Dengan demikian empat variabel independen (Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR 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 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.

Hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam Tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5:
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,144	,165		6,928	,000
	Managerial	-,002	,003	-,059	-,605	,546
	Institutional	-,004	,004	-,100	-,996	,321
	DPR	-,001	,001	-,160	-1,711	,090
	ROA	-,037	,012	-,304	-1,907	,053

a. Dependent Variable: RES

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

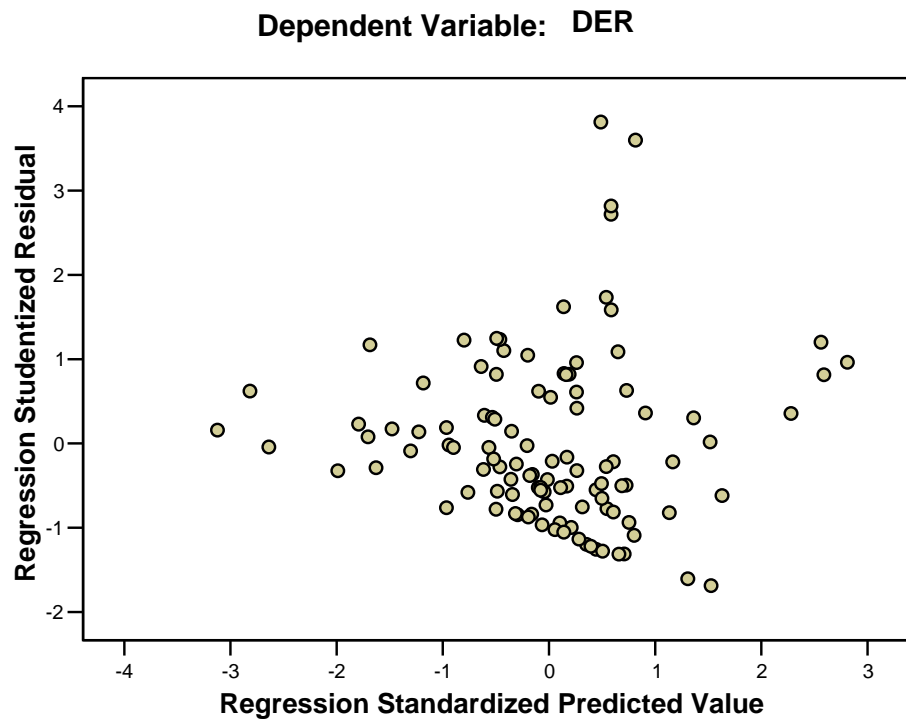
Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam Tabel 4.5 tersebut nampak bahwa semua variabel bebas menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan. Hal ini mengindikasikan bahwa keempat variabel independent (Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR dan ROA) benar-benar mempengaruhi DER dan tidak berpengaruh terhadap variabel residualnya, sehingga penelitian ini homoskedastisitas.

Untuk menentukan heteroskedastisitas juga dapat menggunakan grafik scatterplot, titik-titik yang terbentuk harus

menyebar secara acak, tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, bila kondisi ini terpenuhi maka tidak terjadi heteroskedastisitas dan model regresi layak digunakan. Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik scatterplot di tunjukan pada gambar 4.1 dibawah ini:

Gambar 4.1

Scatterplot



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 ($k = 4$) dan banyaknya data ($n = 27$). Adapun hasil dari uji autokorelasi dapat dilihat pada Tabel 4.6 berikut:

Tabel 4.6:
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^b

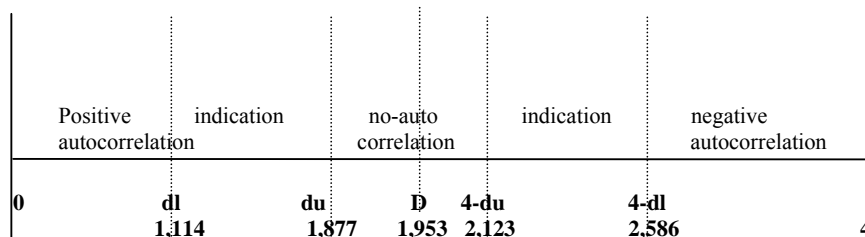
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,850 ^a	,720	,717	,90743	1,953

a. Predictors: (Constant), ROA, DPR, Managerial, Institutional

b. Dependent Variable: DER

Berdasarkan hasil hitung Durbin Watson sebesar 1,953; sedangkan dalam Tabel DW untuk “ k ”=4 dan $N=27$ besarnya DW-Tabel: dl (batas luar) = 1,114; du (batas dalam) = 1,877; $4 - du = 2,123$; dan $4 - dl = 2,586$ 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 empat variabel independen tersebut (Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR dan ROA) terhadap DER seperti ditunjukkan pada Tabel 4.7 sebagai berikut :

Tabel 4.7:
Hasil Perhitungan Regresi Simultan
ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	21,523	4	5,381	6,535	,000 ^a
	Residual	84,813	103	,823		
	Total	106,336	107			

a. Predictors: (Constant), ROA, DER, Managerial, Institutional

b. Dependent Variable: DER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 6,535 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR dan ROA secara bersama-sama terhadap variabel DER.

Nilai koefisien determinasi ($\text{adjusted } R^2$) sebesar 0,717 atau 71,7% hal ini berarti 71,7% variasi DER yang bisa dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel bebas yaitu Managerial Ownership, Institutional

Ownership, DPR dan ROA sedangkan sisanya sebesar 28,3% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,850 ^a	,720	,717	,90743	1,953

a. Predictors: (Constant), ROA, DPR, Managerial, Institutional

b. Dependent Variable: DER

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

**Tabel 4.8:
Hasil Perhitungan Regresi Parsial**

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,757	,268		6,543	,000
	Managerial	,007	,005	,127	1,351	,180
	Institutional	-,002	,007	-,027	-,286	,775
	DPR	-,003	,001	-,220	-2,459	,016
	ROA	,069	,020	,334	3,529	,001

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari hasil output SPSS tersebut diatas dapat dilihat nilai konstanta sebesar 1,757, hal ini mengindikasikan bahwa DER mempunyai nilai sebesar 1,757 jika tidak ada perubahan pada variabel-variabel independen (Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR dan ROA), untuk melihat besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya dapat dilihat dari nilai beta *unstandardized*

coefficient karena semua variabel dalam persen (%). Dari Tabel 4.9 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{DER} = 1,757 + 0,007 \text{ Managerial} - 0,002 \text{ Institutional} - 0,003 \text{ DPR} + 0,069 \text{ ROA} + e$$

Persamaan regresi ini menunjukkan bahwa :

1. Variabel managerial (kepemilikan manajerial) memiliki hubungan positif. Artinya kepemilikan manajerial mempengaruhi DER secara searah. Kepemilikan manajerial pada saham perusahaan mendorong perusahaan untuk berani mengambil kebijakan utang yang lebih besar.
2. Semakin kecil kepemilikan institusi maka semakin besar kebijakan utang. Artinya semakin kecil kelompok institusi yang memegang saham, atau semakin besar penguasaan saham oleh sekelompok kecil perusahaan / institusi makin besar keberanian mereka mengambil pinjaman atau memperbesar DER. Temuan ini searah dengan teori keagenan yaitu semakin memusat penguasaan saham oleh sekelompok pemegang saham akan mendorong perusahaan lebih berani mengambil pinjaman sehingga meningkatkan DER. Pinjaman dalam teori keagenan dipandang lebih aman dari sisi penguasaan / pembagian kekuasaan atas keputusan manajemen karena pemberi pinjaman tidak memiliki hak suara dalam RUPS.
3. Deviden Payout Ratio (DPR) bertanda negatif, artinya hubungan DPR dengan DER berlawanan semakin besar DPR semakin kecil

DER. Hal ini sejalan dengan teori bahwa semakin kecil DPR mengindikasikan keterbatasan dana ditangan atau likuiditas perusahaan terbatas. Keterbatasan dana ditangan mendorong perusahaan melakukan pinjaman atau meningkatkan DER.

4. Variabel ROA, memiliki pengaruh positif terhadap DER. Hal ini sejalan dengan teori, bahwa semakin besar ROA maka semakin stabil rentabilitas perusahaan, maka perusahaan berani meningkatkan pinjaman atau meningkatkan DER.

Penjelasan signifikansi (nyata atau tidaknya) pengaruh variabel bebas terhadap variabel tergantung DER, dapat disajikan pembahasan sebagai berikut:

1. Managerial Ownership

Managerial Ownership, dari hasil estimasi regresi diperoleh nilai t hitung = 1,351 dengan probabilitas sebesar $0,180 > 0,05$. Karena nilai signifikansi pengujian lebih besar dari 0,05 maka tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel kepemilikan saham oleh manajer terhadap DER. Namun Kepemilikan manajemen mempunyai tanda positif, hal ini berarti jika persentase managerial ownership meningkat maka akan dapat meningkatkan DER, tetapi dalam penelitian ini pengaruhnya tidak signifikan. Hal ini dikarenakan variasi dari persentase kepemilikan manajerial yang rendah yaitu sebesar 0,541 yang menunjukkan nilai rata-rata (mean) (10,2685) yang lebih kecil dari nilai standar deviasinya (18,95368).

Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Agrawal dan Mandelkar (1987) yang menunjukkan pengaruh yang signifikan antara saham yang dimiliki oleh manajer terhadap DER. Begitu juga dengan

penelitian Wahidahwati (2002) yang menunjukkan adanya hubungan negatif antara saham yang dimiliki oleh *managerial ownership* dengan DER.

2. Institutional Ownership

Institutional Ownership, dari hasil estimasi regresi diperoleh nilai t hitung = -0,286 dengan probabilitas sebesar $0,775 > 0,05$. Karena nilai signifikansi pengujian lebih besar dari 0,05 maka tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel kepemilikan saham oleh intitusi terhadap DER. Hal ini berarti bahwa Hipotesis 2 ditolak, artinya peningkatan kepemilikan saham institusi tidak mempengaruhi keputusan manajemen dalam mengambil kebijakan hutang. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa adanya kepemilikan oleh investor-investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan tidak mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan, sehingga fungsi monitoring agent yang dilakukan pihak institusi belum optimal. Hasil ini tidak 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.

3. Dividen Payout Ratio (DPR)

Dari perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-2,459) dan nilai signifikansi sebesar 0,016. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan ada pengaruh yang signifikan negative antara variabel DPR dengan variabel DER. Hal tersebut berarti bahwa jika DPR menurun, maka kebijakan hutang (DER) meningkat. DPR turun berarti laba ditahan meningkat dan modal sendiri meningkat tetapi

perusahaan lebih senang menggunakan pendanaan dari hutang. Hasil penelitian ini tidak sesuai teori *pecking order* yang menyatakan bahwa aktivitas pendanaan perusahaan diprioritaskan pada laba ditahan, sehingga laba ditahan yang besar maka DPR menjadi kecil dan DER menjadi kecil. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan antara DPR terhadap DER

4. Return on Asset (ROA)

ROA, dari hasil estimasi regresi diperoleh nilai t hitung = 3,529 dengan probabilitas sebesar 0,001 lebih kecil dari 0,05. Karena nilai signifikansi pengujian lebih kecil dari 0,05 maka diperoleh pengaruh yang signifikan positif dari variabel ROA terhadap DER. Hal ini berarti bahwa Hipotesis 4 diterima. 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.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan pada bab IV, dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut: Data yang dipergunakan dalam penelitian ini terdistribusi normal, tidak terdapat multikolinieritas bebas autokorelasi dan heteroskedastisitas. Dari empat hipotesis yang diajukan terdapat 2 hipotesis yang dapat diterima yaitu hipotesis 3 dan 4.

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara partial variabel *managerial ownership* tidak berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DER, hal ini mengindikasikan bahwa perubahan-perubahan kepemilikan saham manajemen tidak mempengaruhi hutang perusahaan.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara partial variabel *Institutional ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DER, hal ini mengindikasikan bahwa perubahan hutang perusahaan tidak dipengaruhi oleh perubahan kepemilikan saham oleh institusi.
3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara partial variabel DPR berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel DER, hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi dividen yang dibagikan, maka manajemen perusahaan akan mengurangi hutang perusahaan.

4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel ROA berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DER, hal ini sejalan dengan teori, bahwa semakin besar ROA maka semakin stabil rentabilitas perusahaan, maka perusahaan berani meningkatkan pinjaman atau meningkatkan DER.

5.2. Implikasi Kebijakan

Berdasarkan hasil uji hipotesis terlihat bahwa variabel independen yang berpengaruh paling besar terhadap kebijakan hutang berturut-turut adalah: ROA dengan koefisien beta 0,069 kemudian DPR koefisien beta sebesar -0,003, maka implikasi kebijakan yang dapat diberikan melalui hasil penelitian ini kepada manajemen perusahaan adalah sebagai berikut: Manajer perusahaan yang *listed* di BEJ perlu mempertimbangkan ROA dan DPR dalam pengambilan keputusan pendanaan hutang. Bagi pemegang saham dan kreditor, hasil penelitian ini dapat memberikan sinyal bahwa jika ROA perusahaan meningkat maka perusahaan cenderung akan meningkatkan hutang dan jika DPR menurun maka perusahaan cenderung akan meningkatkan hutang.

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.

Penambahan modal kerja dapat dilakukan meskipun tidak dari laba ditahan, karena penambahan laba ditahan akan mengurangi dividen. Penambahan laba ditahan dapat mempengaruhi komposisi modal perusahaan. Untuk menyeimbangkan kembali, perusahaan dapat menarik jangka panjang sebesar rasio hutang dengan modal sendiri seperti semula. Hutang tersebut dapat dipergunakan untuk menutup kekurangan modal kerja yang bersifat permanen. Kebutuhan penambahan modal kerja yang permanen dapat terjadi karena adanya investasi baru.

Penggunaan sumber dana intern sebagai sumber utama pembiayaan investasi tidak selalu mesti terjadi. Karena keputusan investasi yang menguntungkan tidak terpengaruh dari asal sumber dana. Hanya saja kadang-kadang adanya persyaratan jaminan atas hutang yang diambilnya mengakibatkan modal sendiri harus menjadi besar. Persoalan lainnya yang muncul adalah kemungkinan biaya modal rata-rata akan naik lebih besar, kalau ini terjadi investasi dibiayai dengan *cost* yang lebih tinggi atau menggunakan biaya modal yang lebih mahal.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Adanya keterbatasan data dalam melakukan penghitungan terhadap variabel-variabel penelitian terutama penghitungan variabel kepemilikan saham manajemen, hal ini dikarenakan data yang tersedia hanya berupa prosentase saja tetapi tidak mencerminkan nilai nominalnya, sehingga manajer perusahaan yang membeli saham perusahaan melalui mekanisme publik, tidak diperoleh sehingga sampel yang didapat terlalu sedikit. Namun penghitungan data insider ownership dengan cara tersebut mengandung beberapa kelemahan karena digunakannya asumsi-asumsi guna penyederhanaan analisis terutama berhubungan dengan insider ownership tidak mencerminkan kondisi yang sebenarnya sehingga memungkinkan variabel akan bias.

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 4 tahun dengan sampel yang terbatas pula yaitu 27 perusahaan. Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi DER hanya terbatas pada struktur kepemilikan, DPR dan ROA.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 71,7% mengindikasikan perlunya faktor fundamental yang lain seperti likuiditas, solvabilitas dan aktivitas perusahaan dimasukkan sebagai variabel independen dalam memprediksi DER. Disamping itu juga perlu dilakukan perluasan penelitian

yang menghubungkan antara variabel keuangan yang lain seperti: likuiditas, solvabilitas dan lain sebagainya.

DAFTAR REFERENSI

- Agus Sartono, 2001, “Kepemilikan Orang Dalam (*Managerial ownership*), Utang, dan Dividend payout ratio: Pengujian Empirik Teori Keagenan (*Agency Theory*),” **Jurnal Siasat Bisnis**, No. 6, Vol. 2
- Aggrawal, A.,N.J. Mandelkar (1987). “ *Corporate Capital Structure, Agency Cost and Ownership Control: The Case of All Equity Firms*”. **Journal of Finance** 45 (4), 1325-1331.
- Bambang Riyanto, 1995, **Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan**, BPFE, Yogyakarta
- Bathala, Chenchuramalah T., *et. al*, 1994, “*Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective*,” **Financial Management**, Vol. 23, No. 3, Autumn 1994, p. 38-50
- Brigham, F Eugene, and Joel F Houston, 2001, **Manajemen Keuangan**, Edisi Kedelapan, Penerbit Erlangga
- Byrne, B.M. (2001), **Structural Equation Modeling with AMOS: Basic Concepts, Applications, and Programming**, Mahwah, New Jersey: LEA Publisher
- Cassar, Gavin dan Holmes, Scott, (2003), “Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence,” **Accounting and Finance**, 43, (2003), 123-147.
- Chen, C.R and T.L. Steiner, “*Managerial Ownership and Agency Conflict: A Nonlinear Simurtaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*,” **Financial Review**, Vol. 34, p. 119-137
- Crutchley, C, and Hansen, R (1989), *A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*, **Financial Management**, 36-46

- Coffey, B.S. and G.E. Fryxell, 1997, "*Institutional Ownership of Stock and Dimension of Corporate Social Performance: An Empirical Examination*," **Journal of Business Ethic** **10**, p. 437-444
- Eduardus Tandelilin and Turyasingura Wilberforce, 2002, "*Can Debt and Dividend Policies Substitute Managerial ownership in Controlling Equity Agency Conflict?*" **Gajah Mada International Journal of Business**, January, Vol. 4, No. 1, p. 31-43
- 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.
- Graves, S. B. and S. A. Waddock, 1990, "*Institutional Ownership and Control Implications for Long-term Corporate Strategi*," **Academy of Management Executive**, Vol. 4, No. 1
- Hair, J. F., Jr., R. E. Anderson, R. L. Tatham, dan W. C. Black (1998) **Multivariate Data Analysis with Readings**, 5th edition, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Imam Ghozali, (2004), *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hermawan, 2002, **Analisis Pengaruh Kepemilikan Investor Lembaga Terhadap Kandungan Informasi Perubahan Dividen**, Tesis Program Pascasarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan)
- Hermendito Karo, (2000), "Analisis leverage dan Deviden dalam lingkungan ketidakpastian: Pendekatan Pecking Order dan Balancing Theory", **Simposium Nasional Akuntansi IV**,
- Jensen, M., and W. Meckling (1976), *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure***, Journal of Financial Economics, **305-360**.
- Jensen M, R Solberg and D Zorn (1992), *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend policies***, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol **27**, No.2, **247-263**

Kline, R.B. (2004), **Principles and Practice of Structural Equation Modeling**, 2nd edition, New York: Guilford Press

Kresnohadi Ariyoto, dkk, 2000, “*Good Corporate Governance dan Konsep Penegakannya di BUMN dan Lingkungan Usahanya*,” **Usahawan**, No. 10 Tahun XXIX Oktober, p. 3-17

Lambert, Richard A. (2001). “*Contracting Theory and Accounting*”. **Journal of Accounting & Economics**, 32 (2001): 3– 87.

Moh’d, Mahmoud A., *et. al*, 1998, “*The Impact of Ownership Stucture on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis*,” **The Financial Review**, Vol. 33, p. 85-98

Mutamimah, (2003), “Analisis Struktur Modal pada Perusahaan-perusahaan Non Finansial Yang Go Public di Pasar Modal Indonesia, **Jurnal Bisnis Indonesia**, Vol.11, No.VIII, Juli

Myers, S, (1984), **The Capital Structure Puzzle**, *Journal of Finance*, 39, July

Myers, S dan Brealy, N, (1995), **Corporate borrowing**, *Journal of finance economics*, 5, 147-176

Nur Indriantoro dan Bambang Supomo, 1999, **Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen**, BPFE, Yogyakarta

Saidi, (2004), “Faktor-faktor Yang mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002, **Jurnal Bisnis dan Ekonomi**, Vo.XI (1), Maret

Sekar, Mayangsari, (2001), “Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan : Pengujian pecking order hyphotesis,” **Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi**, 1, 1-26

Singgih Santoso, 2001, **SPSS Versi 10: Mengolah Data Statistik Secara Profesional**, PT Elex Media Komputindo, Jakarta

-----, **Buku Latihan Statistik Parametrik**, PT Elex Media Komputindo, Jakarta

Smith, M., 1996, "*Shareholder Activism by Institutional Investors Evidence from Cal PERS*", **Journal of Finance**

Taufik Ariyanto, 2002, Pengaruh Struktur Pemegang Saham terhadap Struktur Modal Perusahaan, **Jurnal Manajemen Indonesia**, Vol. 1, No. 1, hal 64-71.

Wahidahwati, 2002, "*Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency*," **Journal Riset Akuntansi**, Vol. 5, No. 1, Januari, p. 4-16

