

ANALISIS PENGARUH CURRENT RATIO, SALES GROWTH, RETURN ON ASSET, RETAINED EARNING DAN SIZE TERHADAP DEBT TO EQUITY RATIO

(Perbandingan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2007)



TESIS

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

Oleh :

**ASTIWI INDRIANI, SE
NIM. C4A007127**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2009**

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :
ANALISIS PENGARUH CURRENT RATIO, SALES
GROWTH, RETURN ON ASSET, RETAINED
EARNING DAN SIZE TERHADAP DEBT TO EQUITY
RATIO

(Perbandingan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2007)

yang disusun oleh Astiwi Indriani, NIM C4A007127
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 30 Desember 2009
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Dr. HM. Chabachib, MSi, Akt

Drs. Mulyo Haryanto, MS

Semarang, 4 Januari 2010
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program

Prof. Dr. Augusty Ferdinand, MBA



Sertifikasi

Saya, *Astiwi Indriani*, 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.

Astiwi Indriani

30 Desember 2009

KATA PENGANTAR

Segala puji syukur kehadirat Allah SWT yang telah memberikan segala rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis bisa menyelesaikan penyusunan skripsi ini dengan penuh semangat dan kekuatan. Shalawat serta salam selalu tercurah kepada Rasulullah SAW beserta keluarga, sahabat dan para pengikutnya yang senantiasa istiqomah menegakkan kalimat Allah dimuka bumi ini.

Penulisan tesis yang berjudul “Analisis Pengaruh *Current Ratio*, *Sales Growth*, *Return On Asset*, *Retained Earning* dan *Size* Terhadap *Debt To Equity Ratio* (Perbandingan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2005-2007) dimaksudkan untuk memenuhi persyaratan dalam memperoleh derajat S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

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

1. Prof. Dr. Augusty Ferdinand, MBA, selaku Ketua Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Dr. HM. Chabachib Msi, Akt, selaku pembimbing utama yang telah memberikan bimbingan, arahan, koreksi, saran, serta pendampingan yang sangat berarti bagi penulis selama menyusun tesis ini.
3. Drs. Mulyo Haryanto, MS, selaku pembimbing anggota yang membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
4. Para dosen 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 staf administrasi Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

6. Kedua orang tua, kakak dan keponakan tercinta atas doa, kasih sayang dan dukungannya selama ini yang sabar dan senantiasa memberikan semangat sehingga penulis bisa menyelesaikan tesis ini.
7. Teman-teman kuliah MM angkatan 31 Pagi yang telah memberikan arti persahabatan dan kerjasama yang luar biasa selama penulis menjadi mahasiswa di Program pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
8. Teman-teman kuliah MM angkatan 31 konsentrasi keuangan yang saling memberikan semangat untuk bisa menyelesaikan tesis ini.
9. Semua pihak yang telah membantu yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Hanya doa dan ucapan syukur yang dapat penulis panjatkan semoga Allah SWT berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman semua. Semoga karya kecil ini dapat memberikan manfaat bagi pembaca dan semua pihak yang berkepentingan.

Semarang, 30 Desember 2009

Penulis

ABSTRAKSI

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel *current ratio*, *sales growth*, *return on asset*, *retained earning* dan *size* terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER), perbandingan pada perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen di BEI periode tahun 2005-2007.

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria (1). Perusahaan yang selalu terdaftar di BEI selama periode pengamatan (2005-2007); (2). Perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2005-2007); (3). Selama periode pengamatan, perusahaan tidak boleh memiliki laba ditahan negatif atau nol; (4). Memiliki data-data yang lengkap sesuai dengan variabel penelitian yang dibutuhkan. Data diperoleh dari ICMD yang dipublikasikan tahun 2005-2007. Diperoleh sampel sebanyak 72 perusahaan dari 159 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 pengaruh secara bersama-sama dengan level of significance 5%. Sedangkan untuk menguji perbedaan pengaruh *current ratio*, *sales growth*, *ROA*, *retained earning* dan *size* terhadap DER pada perusahaan manufaktur di BEI yang masuk dalam kategori perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen digunakan uji analisis regresi chow test.

Hasil analisis uji t menunjukkan bahwa perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen, *retained earning* dan *size* secara parsial masing-masing berpengaruh signifikan negatif dan signifikan positif terhadap DER pada level of significance kurang dari 5% yaitu sebesar 0,000, namun *current ratio*, *sales growth*, dan *return on asset* tidak berpengaruh signifikan terhadap DER dengan nilai signifikansi sebesar 37,2%; 34,5%; 10,7%. Kemudian pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, *current ratio* dan *retained earning* secara parsial berpengaruh signifikan negatif terhadap DER sedangkan *size* berpengaruh signifikan positif terhadap DER dengan nilai signifikansi 0,000, namun *sales growth*, dan *return on asset* tidak berpengaruh signifikan terhadap DER dengan nilai signifikansi sebesar 50% dan 56,3%. Berdasarkan uji f (simultan) kelima variabel menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap DER dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai *adjusted R square* pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen sebesar 45,8% sedangkan sisanya 54,2% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain. *Adjusted R square* pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen adalah 54,1% sedangkan sisanya 45,9% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain. Hasil uji Chow Test menunjukkan terdapat perbedaan pengaruh *current ratio*, *sales growth*, *ROA*, *retained earning* dan *size* dalam mempengaruhi DER antara perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen.

Kata kunci : DER, *current ratio*, *sales growth*, ROA, *retained earning*, *size*

ABSTRACT

This research is performed in order to test the influence of variable, current ratio, sales growth, return on asset, retained earning and size on Debt to Equity Ratio (DER), comparison study the insider ownership and no insider ownership manufacture company in the BEI during period 2005-2007.

Methodology research as the sample used purposive sampling with criteria as (1). The Company listed to the BEI during research period (2005-2007); (2). The Company always showed financial report during research period (2005-2007); (3). During research period, company must have positive retained earning (negative or zero retained earning is unacceptable); (4). Having complete data which suitable for the research. The data based on publicity ICMD since 2005-2007. Sample was acquired 72 of 159 company. Analysis technic with multilinear regression of ordinary least square and hypotheses test used t-statistic and f-statistic at level of significance 5%. While to examine the difference determining current ratio, sales growth, ROA, retained earning and size toward DER insider ownership and no insider ownership companies those are listed in BEI using chow test regression analysis.

Empirical evidence in t-test show that in insider ownership companies, retained earning and size, each variable have significance negative and significance positif influence toward DER at level of significance less than 5% as 0,000. But current ratio, sales growth and return on asset have not significance influence toward DER at level of significance as 37,2%; 34,5%; 10,7%. Then, in no insider ownership companies, current ratio and retained earning have significance negative influence toward DER, while size have significance positif influence toward DER with level of significance as 0,000, but sales growth and return on asset have not significance influence toward DER at level of significance as 50% and 56,3%. Based on f-test, five variable to have significance influence toward DER at level of significance as 0,000. Adjusted R square value in insider ownership companies as 45,8% while the rest 54,2% is affected by other factors. Adjusted R square value in no insider ownership companies as 54,1% while the rest 45,9% is affected by other factors. Chow Test result indicates there is differences in determining current ratio, sales growth, return on asset, retained earning and size toward DER between insider ownership and no insider ownership company.

Key word : DER, current ratio, sales growth, ROA, retained earning, size

Daftar Isi

Halaman

Halaman Judul	i	
Halaman Persetujuan Draft Tesis	ii	
Sertifikasi	iii	
Abstrak	iv	
Kata Pengantar	vi	
Daftar Tabel	xii	
Daftar Gambar	xv	
Daftar Lampiran	xvi	
BAB I	Pendahuluan	1
	1.1 Latar Belakang Masalah	1
	1.2 Rumusan Masalah	11
	1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	13
BAB II	Telaah Pustaka dan Pengembangan Model	15
	2.1 Struktur Modal	15
	2.1.1 Teori Struktur Modal	19
	2.1.1.1 Model Modigliani-Miller (MM)	19
	2.1.1.2 Signaling Theory	20
	2.1.1.3 Pecking Order Theory	21
	2.1.2 Debt To Equity ratio (DER)	22
	2.1.3 Current Ratio	23
	2.1.4 Sales Growth (Pertumbuhan Penjualan)	24
	2.1.5 Return On Assets (ROA)	25
	2.1.6 Retained Earning (Laba Ditahan)	26
	2.1.7 Size (Ukuran Perusahaan)	27
	2.2 Penelitian Terdahulu	28
	2.3 Pengaruh Variabel Independen Terhadap Debt To Equity Ratio (DER)	42
	2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis	50
	2.5 Perumusan Hipotesis	50
BAB III	Metode Penelitian	52
	3.1 Jenis dan Sumber Data	52
	3.2 Populasi dan Sampel	52
	3.3 Metode Pengumpulan Data	54
	3.4 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	54
	3.5 Teknik Analisis	57
BAB IV	Analisis Data	66
	4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Data Deskriptif	66
	4.2 Proses dan Hasil Analisis Data	69
	4.2.1 Analisis Deskriptif	70
	4.2.2 Pengujian Asumsi Klasik	71
	4.2.2.1 Pengujian asumsi klasik perusahaan	

	manufaktur yang sahamnya sebagian		
dimiliki	manajemen	72	
	4.2.2.2 Pengujian asumsi klasik perusahaan		
	manufaktur yang sahamnya tidak		
dimiliki	manajemen	79	
	4.2.2.3 Pengujian asumsi klasik gabungan		
perusahaan	manufaktur yang sahamnya sebagian		
dimiliki	manajemen dan yang tidak dimiliki		
	manajemen	86	
	4.2.3 Hasil Analisis	93	
	4.2.3.1 Uji Statistik F		93
	4.2.3.2 Uji Statistik t	99	4.2.3.3 Uji
	Ketepatan Perkiraan	113	
	4.2.3.4 Chow Test	115	
	4.3 Pembahasan	118	
BAB V	Simpulan dan Implikasi Kebijakan		128
	5.1 Simpulan	128	
	5.2 Implikasi Kebijakan	130	
	5.3 Keterbatasan Penelitian	132	
	5.4 Agenda Penelitian Mendatang	132	
Daftar Referensi		133	
Lampiran-lampiran			
Daftar Riwayat Hidup			

Daftar Tabel

Halaman

Tabel 1.1	Rata-rata Debt to Equity Ratio (DER) seluruh sampel perusahaan manufaktur, perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2005-2007	5
Tabel 1.2	Rata-rata current ratio, sales growth, ROA, retained earning, size dan DER seluruh sampel perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2005-2007	9
Tabel 2.1	Penelitian terdahulu	37
Tabel 3.1	Sampel perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen	53
Tabel 3.2	Variabel penelitian, definisi operasional, skala dan pengukuran variabel	56
Tabel 4.1	Rata-rata DER, current ratio, sales growth, ROI, retained earning dan size	67
Tabel 4.2	Hasil uji statistik deskriptif perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen	70
Tabel 4.3	Hasil uji Kolmogorov-smirnov perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen	74
Tabel 4.4	Hasil uji korelasi antar variabel independen perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen	75
Tabel 4.5	Hasil uji nilai tolerance dan VIF perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen	76
Tabel 4.6	Hasil uji autokorelasi perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen	77
Tabel 4.7	Hasil uji runs test perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen	77

Tabel 4.8 yang	Hasil uji Kolmogorov-smirnov perusahaan manufaktur sahamnya tidak dimiliki manajemen	81
Tabel 4.9 82	Hasil uji korelasi antar variabel independen perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen	
Tabel 4.10 manufaktur	Hasil uji nilai tolerance dan VIF perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen	83
Tabel 4.11	Hasil uji autokorelasi perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen	84
Tabel 4.13 sahamnya	Hasil uji runs test perusahaan manufaktur yang tidak dimiliki manajemen	84
Tabel 4.14 manajemen	Hasil uji Kolmogorov-smirnov gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki dan yang tidak dimiliki manajemen	88
Tabel 4.14 89	Hasil uji korelasi antar variabel independen gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen	
Tabel 4.15 manajemen	Hasil uji nilai tolerance dan VIF gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki dan yang tidak dimiliki manajemen	90
Tabel 4.16 manufaktur	Hasil uji autokorelasi gabungan perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen	91
Tabel 4.17 yang	Hasil uji runs test gabungan perusahaan manufaktur sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen	91
Tabel 4.18 sahamnya	Hasil uji statistik f perusahaan manufaktur yang sebagian dimiliki manajemen	94
Tabel 4.19 sahamnya	Hasil uji statistik f perusahaan manufaktur yang tidak dimiliki manajemen	94
Tabel 4.20 tidak	Hasil uji statistik f gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang dimiliki manajemen	95
Tabel 4.21 manufaktur 96	Hasil uji regresi linier berganda perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen	

Tabel 4.22 manufaktur	Hasil uji regresi linier berganda perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen 97
Tabel 4.23 manajemen	Hasil uji regresi linier berganda gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki dan yang tidak dimiliki manajemen 98
Tabel 4.24 sahamnya	Hasil uji parsial (t) perusahaan manufaktur yang sebagian dimiliki manajemen 99
Tabel 4.25 sahamnya	Hasil uji parsial (t) perusahaan manufaktur yang tidak dimiliki manajemen 104
Tabel 4.26 yang	Hasil uji parsial (t) gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen 109
Tabel 4.27 yang	Hasil uji ketepatan perkiraan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen 113
Tabel 4.28 yang	Hasil uji ketepatan perkiraan perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen 114
Tabel 4.29 manajemen	Hasil uji ketepatan perkiraan gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki dan yang tidak dimiliki manajemen 115
Tabel 4.30 sebagian	Residual perusahaan manufaktur yang sahamnya dimiliki manajemen 116
Tabel 4.31	Residual perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen 117
Tabel 4.32 sahamnya	Residual gabungan perusahaan manufaktur yang sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen 117
Tabel 4.33 sebagian	Ringkasan hasil uji t perusahaan yang sahamnya dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen

Daftar Gambar

Halaman

Gambar 2.1	Kerangka Pemikiran Teoritis	50
Gambar 4.1	Hasil P-plot of regression standardized residual perusahaan Manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen	73
Gambar 4.2	Hasil uji scatterplot perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen	78
Gambar 4.3	Hasil P-plot of regression standardized residual perusahaan Manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen	

- Gambar 4.4** Hasil uji scatterplot perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen 85
- Gambar 4.5** Hasil P-plot of regression standardized residual gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen 87
- Gambar 4.6** Hasil uji scatterplot gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen 92

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Dewasa ini, salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer keuangan dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal, yaitu suatu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi utang, saham preferen dan saham biasa yang harus digunakan oleh perusahaan.

Dalam menjalankan usahanya, setiap perusahaan tentu memerlukan modal yang kuat untuk membiayai kegiatan-kegiatan perusahaan (Farah Margaretha, 2003). Menurut sifatnya ada dua tipe pendanaan, yaitu : pendanaan dari dalam maupun pendanaan dari luar. Pendanaan dari luar bisa berupa pinjaman, baik pinjaman jangka pendek maupun pinjaman jangka panjang, dan juga dengan menjual surat berharga (*go public*) kepada masyarakat melalui pasar modal. Sedangkan pendanaan dari dalam bisa berupa laba ditahan.

Menurut Saidi (2004) manajer harus mampu menghimpun dana baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan secara efisien, dalam arti keputusan pendanaan tersebut merupakan keputusan pendanaan yang mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Biaya modal yang timbul dari keputusan pendanaan tersebut merupakan konsekuensi yang secara langsung timbul dari keputusan yang dilakukan manajer. Ketika manajer menggunakan hutang, maka biaya modal yang timbul sebesar biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur, sedangkan jika manajer menggunakan dana

internal atau dana sendiri akan timbul *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya akan berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan.

Dalam menetapkan dana jangka panjang mana yang akan dipilih, perusahaan harus memperhitungkannya dengan matang agar diperoleh kombinasi struktur modal yang optimal. Struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal sendiri dengan penggunaan pinjaman jangka panjang, maksudnya adalah berapa besar modal sendiri dan berapa besar hutang jangka panjang yang akan digunakan sehingga bisa optimal.

Menurut Husnan (1998) struktur modal merupakan perbandingan hutang dan ekuitas. Ratio antara sumber dana dari pihak ketiga terhadap ekuitas disebut *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio DER menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER, maka semakin tinggi risiko perusahaan, karena pendanaan (*financing*) dari hutang semakin besar pula. Brigham (1983) menyatakan bahwa para investor cenderung lebih tertarik pada tingkat DER tertentu yang besarnya kurang dari satu, karena jika lebih besar dari satu menunjukkan resiko perusahaan yang tinggi.

Penentuan struktur modal merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan dalam aktivitas operasional perusahaan. Keputusan yang diambil oleh manajemen dalam mendapatkan sumber dana tersebut sangat dipengaruhi oleh pemilik atau 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). Namun pihak manajemen atau manajer perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) dinyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan (1). Aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan (2). Pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (*investment decision*).

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*. Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu pertama, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*Insider Shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan merasakan langsung manfaat dari hasil keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan ; kedua,

dengan meningkatkan *Deviden Payout* (DPR), dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya; ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu hutang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen; dan keempat, *institutional investor* sebagai *monitoring agents*. Adanya kepemilikan oleh institusi lain seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen (Wahidahwati, 2002).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Bagnani et.al (1994) yang membedakan *insider ownership* menjadi tiga kategori yaitu (1). Manajemen perusahaan yang mempunyai kepemilikan saham diatas 25% masuk dalam kategori *Big Insider Ownership*, (2). Manajemen perusahaan yang mempunyai kepemilikan saham 5 % -25 % masuk dalam kategori *Middle Insider Ownership*, dan (3). Manajemen perusahaan yang mempunyai kepemilikan saham lebih kecil dari 5% masuk dalam kategori *Small Insider Ownership*. Sehingga merujuk penelitian Bagnani et.al (1994), penelitian ini hanya membagi perusahaan menjadi dua kategori yaitu perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen dimana penelitian ini diperluas dengan menganalisis perbedaan dari variabel *current ratio*, *sales growth*, ROA, *retained earning*, dan *size* dalam mempengaruhi DER. Untuk menganalisis perbedaan tersebut digunakan analisis regresi chow test (Ghozali,

2006) dengan mengadopsi penelitian yang dilakukan oleh Husnan (2001) yang menggunakan analisis regresi chow test untuk menguji perbedaan perusahaan multinasional dan nonmultinasional pada kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden.

Berikut disajikan data empiris variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) seluruh sampel perusahaan manufaktur, Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki manajemen dan Perusahaan yang sahamnya yang tidak dimiliki manajemen di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2005-2007.

Tabel 1.1
Rata-rata Debt to Equity Ratio (DER)
seluruh sampel perusahaan manufaktur, perusahaan yang sebagian
sahamnya dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak
dimiliki manajemen di Bursa Efek Indonesia periode Tahun 2005-2007.

Tahun	Rata-rata Debt to Equity Ratio (DER)		
	Seluruh sampel Perusahaan Manufaktur	Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki manajemen	Perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen
2005	2.53	1.20	3.11
2006	6.83	1.22	9.25
2007	1.93	0.23	2.66
Rata-rata	3.763	0.883	5.006

Sumber : ICMD 2008 (data diolah)

Berdasarkan tabel 1.1 menunjukkan bahwa besarnya nilai rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) pertahun dari tahun 2005-2007 pada seluruh sampel perusahaan manufaktur berada diatas satu, rata-rata DER dari tahun 2005-2007 sebesar 3,763. Jika perusahaan diklasifikasikan menjadi perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki manajemen dan tidak dimiliki manajemen ternyata memberikan DER pertahun yang berbeda-beda. Pada perusahaan yang sebagian

sahamnya dimiliki manajemen memiliki tingkat DER yang lebih rendah dibanding perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, dimana total rata-rata DER dari tahun 2005-2007 sebesar 0,883. Perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen memiliki rata-rata DER kurang dari satu, artinya mempunyai proporsi hutang lebih kecil daripada modal sendiri.

Sedangkan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen memiliki nilai rata-rata DER dari tahun 2005-2007 sebesar 5,006. Dengan demikian perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen lebih banyak menggunakan dana dari hutang untuk aktivitas investasinya daripada modal sendiri. Sehingga proporsi hutang lebih besar daripada modal sendirinya. Dengan adanya proporsi hutang yang lebih besar, maka perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, yang mempunyai DER lebih dari satu akan memiliki risiko bisnis yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki DER kurang dari satu.

Hasil penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain dilakukan oleh Mutamimah (2003), dalam penelitiannya menguji apakah teori *Trade-off*, *Pecking Order*, dan *Agency* mampu menjelaskan struktur modal di pasar modal Indonesia, dimana penelitiannya menunjukkan teori *Trade-off* (*Non Debt Tax Shields*, *Size*, *Likuidity*, Resiko Bisnis) secara signifikan mempengaruhi struktur modal. *Teori Pecking Order* (*profitability* dan defisit kas) secara parsial hanya *profitability* yang signifikan mempengaruhi struktur modal sedang defisit kas secara signifikan tidak mempengaruhi struktur modal. Teori *Agency* (perusahaan keluarga /*family owned firm*, perusahaan pemerintah/*state owned firm* dan *degree of ownership concentration*) menunjukkan bahwa *state*

dan koefisien konsentrasi kepemilikan signifikan negatif terhadap struktur modal sedang koefisien *family* tidak signifikan mempengaruhi struktur modal. Namun secara simultan ketiga variabel secara signifikan mempengaruhi struktur modal.

Wahidahwati (2002) dalam penelitiannya yang berjudul "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada kebijakan hutang perusahaan : sebuah perspektif *theory agency*". Dimana menguji pengaruh managerial *ownership* dan *institutional investor* terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Ratio*) dengan variabel kontrol antara lain *Size*, *dividen payout*, *asset*, *earning volatility*, *stock volatility*. Penelitian ini menunjukkan bahwa *managerial ownership* dan *institutional investor* mempunyai pengaruh signifikan dan negatif terhadap *debt ratio*. Sedangkan variabel kontrol yaitu *dividen payments*, *earning volatility*, dan *stock volatility* memberikan hasil yang signifikan negatif terhadap *debt ratio*, sedang variabel *firm size* dan *asset structure* memberikan hasil yang signifikan positif terhadap *debt ratio*.

Kemudian penelitian yang dilakukan Pandey (2001) yang berjudul " *Capital structure and the firm characteristics evidence from an emerging market*", dimana dalam penelitian ini dibagi menjadi empat subperiode yang sesuai dengan tahapan yang berbeda pada pasar modal Malaysia. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *book value* dan *market value debt ratio* dimana debt dalam penelitian ini dibagi menjadi tiga kategori yaitu *short term debt*, *long term debt* dan *total debt*. Kemudian untuk variabel independen menggunakan *profitability*, *risk (earning volatility)*, *growth (log sales)*, *size*, dan *tangibility*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *profitability* berpengaruh signifikan negatif pada seluruh tipe (*book value dan market value*

debt ratio); *risk (earning volatility)* berpengaruh negatif baik pada *book value dan market value debt ratio*; *growth* dan *size* berpengaruh signifikan positif pada seluruh tipe *debt ratio* dengan level 1 %; kemudian *tangibility* berpengaruh signifikan negatif pada *book value dan market value short term debt ratio*.

Dari hasil penelitian terdahulu terdapat beberapa variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio/DER*) masih menunjukkan hasil yang berbeda bahkan bertentangan antara hasil penelitian yang satu dengan yang lainnya. Hal inilah yang akan diangkat menjadi *reseach gap* dalam penelitian ini.

Berikut ini akan disajikan data rata-rata *current ratio, sales growth, ROA, retained earning, size* dan *DER* seluruh sampel perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode Tahun 2005-2007.

Tabel 1.2
Rata-rata Current Ratio, Sales Growth, ROA, Retained Earning, Size dan DER Seluruh Sampel Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode tahun 2005-2007

Variabel (Satuan)	Rata-rata (Tahun)		
	2005	2006	2007
Current Ratio (x)	2.17	2.23	2.05
Sales Growth (%)	0.19	0.08	0.22
ROA (%)	2.81	1.48	1.93
Retained Earning (Ln)	11.90	12.13	12.35
Size (Ln)	5.83	5.86	5.91
DER (x)	2.53	6.83	1.93

Sumber : ICMD 2008 (data diolah)

Berdasarkan tabel 1.2 diatas antara variabel *current ratio* (likuiditas) dengan DER, menunjukkan bahwa terjadi fluktuasi dari tahun 2005-2007 dimana *current ratio* dan DER mengalami peningkatan dari tahun 2005-2006 dan penurunan yang sama dari tahun 2006-2007 sehingga menunjukkan hubungan yang positif antara variabel *current ratio* dan DER. Hal ini didukung oleh penelitian terdahulu oleh Klappter & Tzioumis (2008) dan Mutamimah (2003) yang menunjukkan hasil yang signifikan positif, namun penelitian yang dilakukan oleh Ozkan (2001) memberikan hasil yang berbeda dimana *current ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap DER. Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan dapat menggunakan asset yang lebih likuid sebagai sumber pembiayaan sehingga perusahaan tidak membutuhkan sumber pendanaan dari investor luar atau dengan kata lain DER semakin rendah. Hal ini berarti *current ratio* mempunyai pengaruh negatif terhadap DER.

variabel *retained earning* (laba ditahan) dengan DER, dimana variabel *retained earning* (laba ditahan) pada tahun 2005-2006 mengalami peningkatan yang juga diikuti peningkatan variabel DER sehingga menunjukkan hubungan yang positif diantara variabel *retained earning* dan DER. Hal ini juga didukung penelitian terdahulu oleh Keister (2004) dimana penelitian yang dilakukan Keister (2004) menunjukkan bahwa laba ditahan berpengaruh signifikan positif, namun penelitian yang dilakukan oleh DeAngelo & Stulz (2004) menunjukkan hasil yang berlawanan dimana laba ditahan dinyatakan berpengaruh negatif terhadap DER. Perusahaan yang menahan sebagian besar pendapatannya dalam perusahaan, berarti bagian pendapatan yang tersedia untuk dibayarkan sebagai dividen akan

semakin kecil. Dengan demikian semakin besar persentase bagian laba yang ditetapkan sebagai laba ditahan, akan memperkecil *dividen payout ratio*. Laba ditahan yang semakin besar akan memperbesar modal sendiri dan akhirnya akan memperkecil struktur modal (DER rendah), karena perusahaan cenderung menggunakan sumber dana intern daripada menggunakan hutang. Hal ini berarti laba ditahan mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.

Kemudian hubungan antara *size* (ukuran perusahaan) dengan DER pada tahun 2006-2007, ukuran perusahaan mengalami kenaikan akan tetapi DER mengalami penurunan. Berdasarkan penelitian terdahulu ukuran perusahaan dinyatakan berpengaruh positif terhadap DER oleh Sekar Mayangsari (2000), Pandey (2001), Wahidahwati (2002), dan Morri & Beretta (2008) serta signifikan oleh Ozkan (2001), namun menurut Chen & Strange (2005) *size* dinyatakan berpengaruh negatif terhadap DER, sedangkan Mutamimah (2003) menyatakan *size* tidak berpengaruh signifikan terhadap DER. Perusahaan yang semakin besar cenderung membutuhkan tambahan dana yang besar dari pihak eksternal guna kelangsungan aktivitas operasionalnya. Oleh karena itu perusahaan besar akan cenderung memiliki hutang yang besar pula. Sehingga terjadi ketidakkonsistenan antara data dengan teori yang mendasarinya.

Berdasarkan uraian tersebut diatas, maka penelitian ini mengambil judul “Analisis Pengaruh *Current Ratio, Sales Growth, Return On Asset, Retained Earning* dan *Size* Terhadap *Debt To Equity Ratio*” perbandingan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2005-2007.

1.2 Rumusan Masalah

Permasalahan pertama yang mendasari penelitian ini dapat dilihat dalam tabel 1.1 dimana dari data yang ada ditemukan bahwa DER mengalami fluktuasi yang sangat tajam. Rata-rata DER yang naik dan turun sedemikian drastisnya mengindikasikan DER sedang bermasalah. Kemudian pada tabel 1.2 dimana dari data yang ada ditemukan ketidakkonsistenan (*data gap*) antara hubungan variabel yang diteliti.

Permasalahan kedua terdapat *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal antara lain : Kaaro (2000), Sekar Mayangsari (2001), Ozkan (2001), Pandey (2001), Wahidahwati (2002), Mutamimah (2003), DeAngelo & Stulz (2004), Keister (2004), Chen & Strange (2005), Indradjaja (2006), Shah & Khan (2007), Abor (2008), Klapper & Tzioumis (2008) dan Morri & Beretta (2008).

Oleh karena itu, atas dasar *data gap* dan *research gap* yang menunjukkan adanya ketidakkonsistenan, maka perlu adanya perluasan penelitian sehingga dilakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal (*Debt to Equity Ratio*) dimana terdapat lima variabel yang diduga berpengaruh terhadap Struktur Modal (*Debt to Equity Ratio*). Kelima variabel tersebut adalah (1). *Current Ratio*; (2). *Sales Growth* ; (3). *Return On Assets* (ROA) ; (4). *Retained Earning* (Laba Ditahan) dan (5) *Size* (Ukuran Perusahaan)

Secara rinci dari permasalahan penelitian ini dapat diajukan lima pertanyaan penelitian (*research question*) sebagai berikut :

- (1) Bagaimana pengaruh *Current Ratio* terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen?

- (2) Bagaimana pengaruh *Sales Growth* terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen?
- (3) Bagaimana pengaruh *Return On Assets* (ROA) terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen?
- (4) Bagaimana pengaruh *Retained Earning* (Laba Ditahan) terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen?
- (5) Bagaimana pengaruh *Size* (Ukuran Perusahaan) terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen?
- (6) Apakah ada perbedaan pengaruh *Current Ratio*, *Sales Growth*, *Return On Assets*, *Retained Earning* dan *Size* dalam mempengaruhi DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen?

1.3 Tujuan dan kegunaan penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang diajukan dalam penelitian, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk :

1. Menganalisis pengaruh *Current Ratio* terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.
2. Menganalisis pengaruh *Sales Growth* terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen

3. Menganalisis pengaruh *Return On Assets* (ROA) terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.
4. Menganalisis pengaruh *Retained Earning* (Laba Ditahan) terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.
5. Menganalisis pengaruh *Size* (Ukuran Perusahaan) terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.
6. Menganalisis perbedaan pengaruh *Current Ratio*, *Sales Growth*, *Return On Assets*, *Retained Earning* dan *Size* dalam mempengaruhi DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Kegunaan dari penelitian ini adalah :

1. Bagi manajemen perusahaan dapat dijadikan pertimbangan dalam penentuan struktur modal yang optimal.
2. Bagi akademis penelitian ini dapat memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) sehingga dapat memberikan wawasan dan pengetahuan yang lebih mendalam mengenai kebijakan struktur modal yang optimal.

3. Bagi Investor sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi pada perusahaan yang akan ditanamkan dananya dengan melihat struktur modal perusahaan tersebut.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Struktur Modal

Struktur modal merupakan perbandingan hutang dan modal sendiri dalam struktur finansial perusahaan (Husnan, 1998). Sedangkan modal menurut Rusdin (2006) merupakan sejumlah dana yang menjadi dasar untuk mendirikan suatu perusahaan. Perusahaan menggunakan dana ini untuk membelanjai aktivitas perusahaan dalam menghasilkan produk barang atau jasa. Modal dapat diartikan sebagai hak pemegang saham (*stockholders' equity*) atau modal sendiri (*owners' equity*).

Modal sendiri menurut Wolk et.al, "*owners' equity is defined as stockholders residual interest in the net assets of the firm*". Hal senada dikemukakan oleh Smith and Fred (1964) bahwa "*Owners' equity or capital is the difference between assets and liabilities. The owners' equity of on an entity represent residual interest of the owners in the assets (total assets less total*

liabilities of business)". Dengan demikian modal sendiri merupakan selisih antara aktiva dengan kewajiban (Rusdin,2006).

Modal dapat dibagi menjadi dua jenis antara lain : (Rusdin,2006)

1. Modal Asing

Modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara didalam perusahaan dan bagi perusahaan bersangkutan, modal tersebut merupakan hutang. Hutang ini saatnya harus dibayar kembali. Hutang ini dapat dikelompokkan menjadi tiga golongan : (a). Hutang Jangka Pendek (*short-term debt*); (b). Hutang Jangka Menengah (*intermediate-term debt*); (c). Hutang Jangka Panjang (*long-term debt*).

2. Modal Sendiri

Modal sendiri berdasarkan sumbernya terdiri dari dua macam yaitu dari sumber intern dan ekstern. Modal yang berasal dari sumber ekstern adalah modal dari pemilik perusahaan, yang dananya tertanam dalam perusahaan dalam waktu yang tidak tertentu. Sedangkan modal sendiri yang berasal dari sumber intern adalah dalam bentuk keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Modal sendiri dalam Perseroan Terbatas (PT) adalah modal saham yang disebut *stockholders' equity*. Modal sendiri terdiri dari : (a). Modal Saham; (b). Cadangan; (c). Laba ditahan (*retained earning*).

Berkaitan dengan struktur modal suatu perusahaan, maka Husnan dan Pudjiastuti (2004) menyatakan bahwa struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham adalah struktur modal yang terbaik. Oleh karena itu pengambilan keputusan tentang sumber pendanaan yang tepat yang terdiri dari utang dan modal sendiri sangat penting bagi perusahaan.

Keputusan struktur modal atau pendanaan ini merupakan keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi hutang, saham preferen dan saham biasa yang digunakan oleh perusahaan.

Struktur modal merupakan komposisi dari hutang dan modal. Dana yang berasal dari hutang mempunyai biaya modal berupa biaya bunga, sedangkan modal sendiri mempunyai biaya modal berupa deviden. Perusahaan akan memilih sumber dana yang paling rendah biayanya diantara berbagai alternatif sumber dana yang tersedia. Komposisi hutang dan modal yang tidak optimal akan mengurangi profitabilitas perusahaan begitu juga sebaliknya.

Penentuan struktur modal perusahaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan dalam aktivitas operasional perusahaan. Keputusan yang diambil oleh manajemen dalam mendapatkan sumber dana tersebut sangat dipengaruhi oleh pemilik atau 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).

Brigham dan Houston (2001) menunjukkan faktor-faktor yang umumnya dipertimbangkan oleh perusahaan ketika mengambil keputusan mengenai struktur modal yaitu antara lain :

1. Stabilitas Penjualan. Perusahaan dengan stabilitas penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

2. Struktur Aktiva. Perusahaan yang aktivanya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan hutang.
3. *Leverage* operasi. Perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan karena akan mempunyai risiko bisnis yang lebih kecil.
4. Tingkat pertumbuhan. Tingkat pertumbuhan ditunjukkan dengan peningkatan penjualan dari periode ke periode. Dengan semakin meningkatnya ukuran perusahaan dari penjualan, maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan.
5. Profitabilitas. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal.
6. Pajak. Bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan, dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi.
7. Pengendalian. Pengaruh hutang melawan saham terhadap posisi pengendalian manajemen dapat mempengaruhi struktur modal. Pertimbangan pengendalian tidak selalu menghendaki penggunaan hutang atau ekuitas karena jenis modal yang memberi perlindungan terbaik bagi manajemen bervariasi dari suatu situasi ke situasi lain. Jika posisi manajemen sangat rawan, situasi pengendalian perusahaan akan dipertimbangkan.

8. Sikap Manajemen, sejumlah manajemen cenderung konservatif daripada manajemen lainnya, sehingga menggunakan jumlah utang yang lebih kecil daripada rata-rata perusahaan dalam industri yang bersangkutan, sementara manajemen lain lebih cenderung menggunakan banyak hutang dalam usaha mengejar laba yang tinggi.
9. Sikap Pemberi pinjaman dan Lembaga Penilai Peringkat. Sikap para pemberi pinjaman dan perusahaan penilai peringkat (*Rating Agency*) sering kali mempengaruhi keputusan struktur keuangan.
10. Kondisi Pasar. Kondisi pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panjang dan jangka pendek yang sangat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yang optimal.
11. Kondisi internal perusahaan. Perusahaan pada suatu saat perlu menanti waktu yang tepat untuk mengeluarkan saham atau obligasi tergantung dari kondisi internnya.
12. Fleksibilitas keuangan. Mempertahankan fleksibilitas keuangan dilihat dari sudut pandang operasional berarti mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai untuk melakukan pinjaman.

2.1.1 Teori Struktur Modal

2.1.1.1 Model Modigliani-Miller (MM)

Menurut Brigham dan Houston (2006), teori MM membuktikan, dengan sekumpulan asumsi yang sangat membatasi, bahwa nilai sebuah perusahaan tidak terpengaruh oleh struktur modalnya. Atau dengan kata lain, hasil yang diperoleh MM menunjukkan bahwa bagaimana cara sebuah perusahaan akan mendanai

operasinya tidak akan berarti apa-apa, sehingga struktur modal adalah sesuatu yang tidak relevan. Akan tetapi studi MM didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, termasuk hal-hal berikut ini : (1). Tidak ada biaya pialang (2). Tidak ada pajak (3). Tidak ada biaya kebangkrutan (4). Investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan (5). Semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang-peluang investasi perusahaan di masa depan (6). EBIT tidak terpengaruh oleh penggunaan hutang.

Pada tahun 1963 dikembangkan model MM dengan pajak. MM menyimpulkan bahwa penggunaan hutang (*leverage*) akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Model MM dengan pajak menyimpulkan bahwa perusahaan seharusnya menggunakan hampir 100% hutang. Miller pada tahun 1976, menyajikan suatu teori struktur modal yang juga meliputi pajak untuk penghasilan pribadi. Pajak pribadi ini adalah pajak pribadi dari saham dan obligasi. Miller menyatakan bahwa (1). Bunga sebagai pengurang pajak akan menguntungkan penggunaan pendanaan melalui hutang (2). Perlakuan pajak atas laba dari saham yang lebih menguntungkan menurunkan tingkat pengembalian atas saham yang diminta dan akibatnya menguntungkan penggunaan dana melalui ekuitas.

2.1.1.2 Signaling Theory

MM berasumsi bahwa investor memiliki informasi yang sama tentang prospek sebuah perusahaan seperti para manajernya hal ini disebut informasi simetris (*symmetric information*). Namun kenyataannya, para manajer sering kali memiliki informasi yang lebih baik daripada investor pihak luar, yang disebut

informasi asimetris / *asymmetric information* (Brigham dan Houston, 2006). Asimetri informasi ini terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemodal (Husnan, 1998). Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal). Kalau hal ini diperkirakan terjadi, maka manajemen tentu akan berpikir untuk lebih baik menawarkan saham baru (sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal daripada seharusnya).

Tetapi pemodal akan menafsirkan kalau perusahaan menawarkan saham baru, salah satu kemungkinannya adalah harga saham saat ini sedang terlalu mahal (sesuai dengan persepsi pihak manajemen). Sebagai akibatnya para pemodal akan menawar harga saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Karena itu emisi saham baru akan menurunkan harga saham (Saidi, 2004).

2.1.1.3 Pecking Order Theory

Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donalson pada tahun 1961 sedangkan penamaan teori ini dilakukan oleh Myers tahun 1984 (Husnan, 1998). *Pecking Order Theory* menunjukkan urutan pendanaan berikut ini : (1). Perusahaan lebih menyukai *internal financing*, (2). Perusahaan menyukai target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis, (3). Kebijakan dividen yang ” *sticky* ” ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi tidak dapat diprediksi, berarti bahwa terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi, (4). Jika pendanaan

eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu dimulai dengan penerbitan hutang (obligasi), kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi seperti obligasi konversi (*convertible bond*), alternatif yang paling akhir adalah saham.

Pecking Order Theory menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan-urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam hutang dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan karena hutang merupakan sumber eksternal yang disukai. Dana eksternal dalam bentuk hutang lebih disukai daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah dibandingkan dengan biaya emisi saham baru.

2.1.2 Debt to Equity Ratio (DER)

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dengan modal yang dimilikinya. *Debt to Equity Ratio* sangat berkaitan dengan penciptaan suatu struktur modal, yang dapat mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan yang tepat, guna memaksimalkan nilai perusahaan. Menurut Husnan (1998), perbandingan hutang dan modal sendiri dalam struktur finansial perusahaan disebut struktur modal. Untuk menentukan struktur modal yang optimal digunakan proxy *Debt to Equity Ratio* (DER) karena mencerminkan besarnya proporsi antara *total debt* dan *total equity*. *Total debt*

merupakan *total liabilities* (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang) sedangkan *total equity* merupakan selisih antara *total asset* dan *total liabilities*. *Proxy* DER ini sesuai dengan penelitian terdahulu diantaranya Indradjaja (2006), Mutamimah (2003) dan Ozkan (2001), menggunakan *proxy* DER dalam analisis struktur modal. Teori menyatakan bahwa semakin besar rasio ini menunjukkan semakin besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya.

2.1.3 Current Ratio

Rasio Likuiditas (*Liquidity Ratio*) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan sumber daya jangka pendek (atau lancar) yang tersedia untuk memenuhi kewajiban tersebut (Van Horne dan Wachowicz, 2001). Salah satu rasio likuiditas yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *Current Ratio* (Rasio Lancar). Menurut Weston dan Copeland (1997) *Current Ratio* (rasio lancar) merupakan rasio antara aktiva lancar terhadap kewajiban lancar. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya. Biasanya aktiva lancar terdiri dari kas, surat berharga, piutang, dan persediaan; sedangkan kewajiban lancar terdiri dari hutang bank jangka pendek atau hutang lainnya yang mempunyai jangka waktu kurang dari satu tahun. Menurut Al-Najjar & Taylor (2008) rasio likuiditas memiliki efek positif dan negatif terhadap kebijakan struktur modal. Rasio likuiditas dapat mengandung sinyal yang positif dari perusahaan karena mengindikasikan bahwa perusahaan dapat memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan mudah dan risiko gagal bayar yang sangat rendah. Hal ini juga didukung oleh Mutamimah (2003) yang

menyatakan bahwa perusahaan yang dapat segera mengembalikan utang-utangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah besar. Namun disisi lain Al-Najjar & Taylor (2008) juga menyatakan bahwa rasio likuiditas dapat juga memberikan sinyal negatif terhadap institusional investor karena hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan menghadapi masalah berkenaan dengan peluang didalam keputusan investasi jangka panjang. Proksi dari rasio likuiditas adalah *current assets* dan *current liabilities*.

2.1.4 Sales Growth (Pertumbuhan Penjualan)

Perusahaan yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi, membutuhkan modal dalam jumlah yang kuat untuk membiayai kegiatan-kegiatan perusahaan. Perusahaan yang pertumbuhannya pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang sebagai sumber dana eksternal daripada perusahaan yang pertumbuhannya lambat. Brigham dan Houston (2001) mengatakan bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Disisi lain penjualan bisa meningkatkan laba perusahaan. Peningkatan laba akan meningkatkan modal sendiri serta kecenderungan perusahaan menggunakan hutang relatif kecil karena perusahaan bisa membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. *Proxy* pertumbuhan penjualan digunakan karena sesuai dengan penelitian sekar Kaaro (2000), Ozkan (2001), Mayangsari (2001), Change & Strange (2005), Indradjaja (2006) yang juga menggunakan pertumbuhan penjualan dalam analisis struktur modal.

2.1.5 Return On Assets (ROA)

Return On Assets merupakan salah satu dari rasio rentabilitas, dimana rentabilitas merupakan rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental. *Return On Asset* (ROA) digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan keseluruhan asset yang dimiliki perusahaan. ROA merupakan rasio antara laba sesudah pajak (*net income after tax*) terhadap jumlah asset secara keseluruhan. Asset adalah kekayaan yang dimiliki perusahaan baik dalam wujud aktiva lancar maupun tidak lancar. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, karena return semakin besar.

Brigham dan Houston (2001) juga mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Dengan alasan bahwa biaya dana internal lebih murah dibanding biaya dana eksternal. Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian yang tinggi juga mempunyai akses yang bagus terhadap alternatif sumber pendanaan. Hal ini karena perusahaan yang *profitable* tersebut mempunyai informasi yang superior. *Proxy* ROA digunakan karena sesuai dengan penelitian Abor (2008), Morri & Beretta (2008), Klapper & Tzioumis (2008), Shah & Khan (2007) , Indradjaja (2006), Chen & Strange (2005), Mutamimah (2003), Pandey (2001), Ozkan (2001), Sekar mayangsari (2001) dan Kaaro (2000) yang juga menggunakan *ROA* dalam analisis struktur modal.

2.1.6 Retained Earning (Laba ditahan)

Modal sendiri berdasarkan sumbernya terdiri dari dua macam yaitu dari sumber intern dan ekstern. Modal yang berasal dari sumber ekstern adalah modal dari pemilik perusahaan, yang dananya tertanam dalam perusahaan dalam waktu yang tidak tertentu. Sedangkan modal sendiri yang berasal dari sumber intern adalah dalam bentuk keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Modal sendiri terdiri dari : (a). Modal Saham, (b). Cadangan dan (c). Laba ditahan (*retained earning*) (Rusdin, 2006).

Retained earning dihitung sebagai akumulasi laba bersih (*net profits*) didalam suatu bisnis (Lin et,al,1998 dalam Keister, 2004). *Retained earning* di *proxy* dengan nilai logaritma natural dari total laba ditahan (Keister, 2004). *Retained earning* (laba ditahan) merupakan salah satu sumber dana yang paling penting bagi perusahaan. Kebutuhan dana pertama kali berasal dari internal equity. Karena banyak dana yang dialokasikan ke *retained earnings*, maka laba yang dibayarkan ke dividen semakin berkurang.

Myers (1984) juga menyatakan bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan ekuitas internal (menggunakan laba yang ditahan) daripada pendanaan ekuitas eksternal (menerbitkan saham baru). Hal itu disebabkan penggunaan laba yang ditahan lebih murah dan tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi perusahaan (yang harus diungkapkan dalam prospectus saat menerbitkan obligasi dan saham baru).

Selain itu, pendapatan (*earning*) digunakan sebagai sinyal kesehatan keuangan bagi para investor dan peminjam potensial. Meskipun para manajer

tidak mengontrol *retained earning*. Oleh karena itu *retained earning* meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menarik dana dari eksternal (Keitser, 2004). *Proxy retained earning* digunakan karena sesuai dengan penelitian Keister (2004) dan DeAngelo & Stulz (2004)

2.1.7 Size (Ukuran Perusahaan)

Ukuran Perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan di *proxy* dengan nilai logaritma dari total asset (Saidi, 2004). Ukuran perusahaan (*size*) dapat digunakan sebagai proksi ketidakpastian terhadap keadaan perusahaan dimasa yang akan datang. Menurut Chung (Ozkan, 2001) bahwa perusahaan besar cenderung mempunyai biaya keagenan rendah yang terkait dengan substitusi assets dan masalah *underinvestment*. Perusahaan kecil sangat mungkin untuk dilikuidasi pada saat perusahaan mengalami kesulitan untuk membayar hutang-hutang mereka (Ozkan, 2001), oleh karena itu perusahaan besar cenderung menerbitkan hutang lebih besar dibanding perusahaan kecil. *Proxy size* digunakan karena sesuai dengan penelitian Abor (2008), Morri & Beretta (2008), Shah & Khan (2007), Chen & Strange (2005), Mutamimah (2003), Pandey (2001), Ozkan (2001), Sekar mayangsari (2001) dan Kaaro (2000) yang juga menggunakan *size* dalam analisis struktur modal.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian ini mengacu pada penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya. Berikut ini dijabarkan hasil-hasil penelitian terdahulu yang diuraikan secara ringkas.

1. Abor (2008) dalam penelitiannya yang berjudul ” *Agency teoretic determinants of debt levels : Evidence from Ghana*”. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *number of shareholder*, *assets structure* dan *profitability* berpengaruh signifikan dan negatif; *firm size* berpengaruh signifikan positif; *share closely held (managerial ownership)* berpengaruh signifikan negatif; *family ownership* tidak berpengaruh signifikan dan positif serta *firm growth* tidak berpengaruh signifikan dan negatif; sedangkan *firm age* berpengaruh tidak signifikan dan positif terhadap debt level. Dari penelitian diatas peneliti menyatakan bahwa SMEs dengan insider shareholder lebih memilih *lower leverage* untuk mengurangi risiko *insolvency* dan juga SMEs dengan banyak shareholders sedikit menyukai menggunakan *debt finance*.
2. Morri & Beretta (2008), “*The capital structure determinants of REITs. It is a Peculiar Industry?*”. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 119 perusahaan dimana menggunakan variabel dependen yaitu *short term debt (book value)* dan *long term debt (market value)* serta menggunakan variabel independen yaitu *profitability*, *growth opportunities (Change Total asset)*, *tangibility*, *operational risk*, *assets size*, dan *geographical diversification of investments*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa jika menggunakan *long term debt ratio (market value)*, maka *profitability* berpengaruh signifikan negatif; *growth opportunities* berpengaruh

signifikan positif; *tangibility* berpengaruh signifikan positif dan *operational risk* tidak berpengaruh signifikan dan negatif; *size* berpengaruh signifikan negatif dan *geographical diversification of investments* berpengaruh signifikan positif. Kemudian jika menggunakan *short term debt ratio (book value)*, menunjukkan bahwa *profitability* berpengaruh signifikan negatif; *growth opportunities* berpengaruh signifikan positif; *tangibility* berpengaruh signifikan positif dan *operational risk* berpengaruh signifikan negatif; *size* berpengaruh signifikan positif dan *geographical diversification of investments* berpengaruh signifikan positif.

3. Klapper & Tzioumis (2008), penelitian ini menguji efek pajak dalam kebijakan keuangan menggunakan *corporate tax reform 2001* di Kroasia. Variabel dependen yang digunakan adalah *long term debt to total asset* sedangkan variabel independennya adalah ETR (*Effective average tax rate*), *Ln Sales*, *fixed asset to total asset*, *ROA*, dan *Current ratio*. Hasilnya menunjukkan bahwa ETR berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal pada model *full sample* (satu sampai tiga), *Ln Sales* berpengaruh signifikan positif pada model *full sample* (dua dan tiga) sedang pada model *full sample* satu berpengaruh signifikan negatif. *Fixed asset to total asset* berpengaruh signifikan positif pada semua model. *ROA* berpengaruh signifikan negatif pada semua model dan *current ratio* berpengaruh signifikan positif pada semua model. Klapper & Tzioumis menyatakan bahwa *tax* yang rendah mempengaruhi struktur modal diperusahaan Kroasia dimana menghasilkan peningkatan pada *equity level* dan

penurunan pada *long term debt level*. Dan juga menemukan bahwa perusahaan yang semakin kecil dan lebih *profitable* lebih menyukai mengurangi hutangnya yang konsisten dengan teori *trade-off*.

4. Shah & Khan (2007), penelitiannya yang berjudul "*Determinants of capital structure : Evidence from Pakistani panel Data*". Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *tangibility* berpengaruh signifikan positif terhadap *leverage*; *size* tidak signifikan dan positif terhadap *leverage*; *growth* dan *profitability* (ROA) berpengaruh signifikan negatif; sedangkan *non debt tax shields* dan *earning volatility* berpengaruh tidak signifikan dan negatif terhadap *leverage*.
5. Indradjaja (2006), dalam penelitiannya yang berjudul " Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Struktur Modal (Perbandingan pada Perusahaan Manufaktur yang Sebagian Sahamnya Dimiliki oleh Manajemen dan Yang Tidak Dimiliki oleh Manajemen)", menggunakan variabel dependen yaitu DER dan variabel independen yaitu ROA, DOL, Pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan asset. Dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROA secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap DER, sedang DOL, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan asset tidak berpengaruh signifikan terhadap DER serta hasil uji chow-test menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan pengaruh antara perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen dan yang tidak dimiliki oleh manajemen.
6. Chen & Strange (2005), "*The determinants of capital structure evidence from Chinese listed companies*". Penelitian ini menggunakan variabel

dependen yaitu *leverage (book value dan market value)* dan variabel independen yaitu *profitability, size, intangibility, risk, sales growth, age, tax, institutional (ownership) shareholder*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa jika menggunakan *leverage* dengan *book value*, maka *profitability* berpengaruh signifikan negatif dan *age* berpengaruh signifikan positif, *size* dan *tax* berpengaruh negatif; *intangibility, risk*, dan *institutional shareholder* berpengaruh positif; sedangkan *sales growth* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *leverage (book value)*. Kemudian jika menggunakan *leverage* dengan *market value*, menunjukkan bahwa *profitability* dan *institutional shareholder* berpengaruh signifikan negatif; *size* dan *risk* berpengaruh signifikan positif; *intangibility, sales growth* dan *tax* berpengaruh positif serta *age* berpengaruh negatif terhadap *leverage (market value)*.

7. Keister (2004), menyatakan bahwa selama masa transisi ekonomi, perusahaan di China secara dramatis mengurangi ketergantungan keuangan mereka pada Negara mereka, dan memulai untuk mencari sumber modal dari non Negara. Keister (2004) mengemukakan bahwa manajer meminjam dari sumber eksternal walaupun dana internal juga tersedia karena *retained earning* merupakan asset Negara. Perusahaan menggunakan sinyal *retained earning* sebagai sinyal kesehatan keuangan tetapi tetap meminjam dari eksternal untuk mengurangi ketergantungan pada negara. Keister (2004) menggunakan variabel dependen yaitu *capital resources* yang dibagi menjadi empat kategori yaitu dari *bank loans, interfirm loans, interfirm investment, public debt* dan *foreign funds* serta

variabel independen yaitu *retained earning* (log), *spatial exposure*, *market development*, *number of workers (size)*, *profits* dengan variabel kontrol yaitu *manager-college graduate*, *financial independence*, dan *central government funds*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *retained earnings* berpengaruh signifikan positif pada ke tiga kategori pertama kecuali pada kategori *foreign funds* tidak signifikan dan positif. *Spatial exposure* pada semua kategori *capital resources* berpengaruh signifikan positif. *Market development (poor)* berpengaruh signifikan negatif pada kategori ke dua sampai keempat kecuali pada *banks loans* berpengaruh signifikan negatif. *Number of workers* berpengaruh tidak signifikan dan positif. Sedangkan *profits* berpengaruh tidak signifikan dan negatif pada kategori ke dua sampai keempat sedangkan pada kategori pertama (*banks loans*) tidak signifikan dan positif.

8. DeAngelo & Stulz (2004), menyatakan bahwa perusahaan secara relatif memiliki *earned equity (retained earning)* jumlah yang tinggi kemungkinan digunakan untuk membayar dividen. DeAngelo & Stulz mengobservasi hubungan yang tinggi dan signifikan antara keputusan untuk membayar dividend dan rasio *earned equity to total equity (or total asset)* dengan variabel kontrol yaitu *firm size*, *profitability*, *growth*, *leverage*, *cash balances*, dan *dividen history*. DeAngelo & Stulz (2004) menyatakan penemuan mereka konsisten dengan hipotesis bahwa bahwa perusahaan yang menggunakan proporsi membayar dividen yang tinggi jika rasio *earned equity to total equity (or total assets)* juga tinggi, begitu juga sebaliknya. Sehingga dengan dividen yang tinggi dan *retained*

earning yang tinggi pula, perusahaan akan mengurangi biaya keagenan yang dihubungkan dengan *high cash* dan *low debt capital structure*.

9. Mutamimah (2003), dalam penelitiannya menguji apakah teori *Trade-off*, *Pecking Order*, dan *Agency* mampu menjelaskan struktur modal di pasar modal Indonesia. Dalam penelitiannya memberikan hasil bahwa (1) dalam *Trade-off theory*, baik secara parsial maupun secara simultan tidak ada variabel (*Non Debt Tax Shields*, *Size*, *Likuidity*, Resiko Bisnis) yang secara signifikan mempengaruhi struktur modal. (2). *Pecking Order Theory*, diwakili variabel *profitability* dan defisit kas, dimana secara parsial hanya *profitability* yang secara signifikan mempengaruhi struktur modal sedang defisit kas secara signifikan tidak mempengaruhi struktur modal. Namun secara simultan keduanya secara signifikan mempengaruhi struktur modal. (3). *Agency Theory*, diwakili variabel perusahaan keluarga (*family owned firm*), perusahaan pemerintah (*state owned firm*) dan *degree of ownership concentration*, memberikan hasil bahwa *state* dan koefisien konsentrasi kepemilikan (CO) negatif dan signifikan terhadap struktur modal sedang koefisien *family* tidak signifikan mempengaruhi struktur modal. Namun secara simultan ketiga variabel secara signifikan mempengaruhi struktur modal.
10. Wahidahwati (2002) dalam penelitiannya menguji pengaruh managerial *ownership* dan *institutional investor* terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Ratio*) dengan variabel kontrol antara lain *Size*, *dividen payout*, *asset*, *earning volatility*, *stock volatility*. Penelitian ini menunjukkan bahwa *managerial ownership* dan *institutional investor* mempunyai

pengaruh signifikan dan negatif terhadap *debt ratio*. Sedangkan variabel kontrol yaitu *dividen payments*, *earning volatility*, dan *stock volatility* memberikan hasil yang signifikan negatif terhadap *debt ratio*, sedang variabel *firm size* dan *asset structure* memberikan hasil yang signifikan positif terhadap *debt ratio*.

11. Pandey (2001), ” *Capital structure and the firm characteristics evidence from an emerging market*”, melakukan penelitian pada perusahaan Malaysia pada tahun 1984-1999, dimana dalam penelitian ini dibagi menjadi empat subperiode yang sesuai dengan tahapan yang berbeda pada pasar modal Malaysia. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *book value* dan *market value debt ratio* dimana *debt* dalam penelitian ini dibagi menjadi tiga kategori yaitu *short term debt*, *long term debt* dan *total debt*. Kemudian untuk variabel independen menggunakan *profitability*, *risk (earning volatility)*, *growth (log sales)*, *size*, dan *tangibility*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *profitability* berpengaruh signifikan negatif pada seluruh tipe (*book value dan market value debt ratio*); *risk (earning volatility)* berpengaruh negatif baik pada *book value dan market value debt ratio*; *growth* dan *size* berpengaruh signifikan positif pada seluruh tipe *debt ratio* dengan level 1 %; kemudian *tangibility* berpengaruh signifikan negatif pada *book value dan market value short term debt ratio*.

12. Ozkan (2001), Hasil penelitiannya menunjukkan variabel ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Sedangkan likuiditas, *non debt tax shields*, profitabilitas dan

pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER).

13. Sekar Mayangsari (2001), dalam penelitiannya menguji pengaruh pertumbuhan perusahaan, perubahan modal kerja, profitabilitas, struktur asset, *operating leverage* dan besaran perusahaan terhadap kebijakan pendanaan eksternal dari hutang jangka panjang perusahaan. Dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan *operating leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap *leverage*. Sedangkan variabel struktur asset, *size* dan perubahan modal kerja berpengaruh signifikan positif terhadap *leverage*.
14. Kaaro (2000), Penelitian ini menyelidiki apakah *pecking order theory* berlaku di Indonesia dalam lingkungan ketidakpastian karena krisis ekonomi sejak 1997, dan menelaah hubungan paradoks antara kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen menurut *pecking order theory*. Hasil analisis tanpa variabel kontrol (deviasi standar ROI) menunjukkan bahwa kebijakan dividen (*dividend yield*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*; profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan hanya signifikan pada periode 1999; pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif dan signifikan hanya pada periode 1998; pertumbuhan total aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Kemudian hasil analisis dengan menggunakan variabel kontrol (deviasi standar ROI/ risiko bisnis) menunjukkan bahwa *dividend yield* tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage* sehingga terbukti bahwa kebijakan dividen tidak relevan dengan kebijakan pendanaan; profitabilitas dan pertumbuhan

penjualan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*, sedang pertumbuhan aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*, dan hasil ini konsisten dengan prediksi *pecking order theory*. Hasil analisis juga menunjukkan bahwa *balancing theory* terbukti lebih superior daripada *pecking order theory* dalam menjelaskan *leverage* perusahaan.

Berikut ini akan disajikan ringkasan hasil penelitian-penelitian terdahulu yang dapat dilihat dalam tabel 2.1.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel	Alat Analisis	Hasil
1.	Abor (2008)	Dependen : <i>debt level</i> Independen : <i>Share closely held, number of shareholder dan family ownership firm size, firm age, asset structure, firm growth, dan profitability</i>	Analisis Regresi	<i>number of shareholder, assets structure dan profitability dan share closely held (managerial ownership)</i> berpengaruh signifikan negatif, <i>firm size</i> berpengaruh signifikan positif, <i>family ownership dan firm age</i> tidak berpengaruh signifikan dan positif serta <i>firm growth</i> tdk berpengaruh signifikan dan negatif
2.	Morri & Beretta (2008)	Dependen : <i>short term debt (book value) dan long term debt (market value)</i> Independen yaitu <i>profitability, growth opportunities (Change Total asset), tangibility, operational risk, assets size, dan geographical diversification of investments.</i>	Analisis Regresi	jika menggunakan <i>long term debt ratio (market value)</i> , maka <i>profitability, size</i> berpengaruh signifikan negatif; <i>growth opportunities, tangibility, geographical diversification of investments</i> berpengaruh signifikan positif; <i>operational risk</i> tidak berpengaruh signifikan dan negatif. Kemudian jika menggunakan <i>short term debt ratio (book value)</i> , maka <i>profitability, operational risk</i> berpengaruh signifikan negatif; <i>growth opportunities, tangibility, geographical diversification of investments, size</i> berpengaruh signifikan positif;
3.	Klapper &	Dependen : <i>long term</i>	Analisis	ETR berpengaruh signifikan positif pada

	Tzioumis (2008)	<i>debt to total asset</i> Indep : ETR (<i>Effective average tax rate</i>), Ln <i>Sales</i> , <i>fixed asset to total asset</i> , ROA, dan <i>Current ratio</i>	Regresi	model <i>full sample</i> (satu sampai tiga), Ln <i>Sales</i> berpengaruh signifikan positif pada model <i>full sample</i> (dua dan tiga) sedang pada model <i>full sample</i> satu berpengaruh signifikan negatif. <i>Fixed asset to total asset</i> dan <i>current ratio</i> berpengaruh signifikan positif pada semua model. ROA berpengaruh signifikan negatif pada semua model
4.	Shah & Khan (2007)	Dependen : <i>Leverage</i> Independen : <i>tangibility</i> , <i>size (Ln Sales)</i> , <i>asset growth</i> , <i>profitability (ROA)</i> , <i>Non debt tax shields</i> dan <i>earning volatility</i>	Analisis Regresi	<i>Tangibility</i> berpengaruh signifikan positif; <i>size (Ln Sales)</i> tidak signifikan dan positif; <i>asset growth</i> dan <i>profitability (ROA)</i> berpengaruh signifikan negatif; sedangkan <i>non debt tax shields</i> dan <i>earning volatility</i> berpengaruh tidak signifikan dan negatif
5.	Indradjaja (2006)	Dependen : DER independent : ROA, DOL, Pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan aset.	Analisis Regresi	ROA secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap DER, sedang DOL, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aset tidak berpengaruh signifikan terhadap DER sedang Hasil uji chow-test menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan pengaruh antara perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen dan yang tidak dimiliki oleh manajemen.
6.	Chen & Strange (2005)	Dependen : <i>Leverage (book value dan market value)</i> Independen : <i>profitability</i> , <i>size</i> , <i>intangibility</i> , <i>risk</i> , <i>sales growth</i> , <i>age</i> , <i>tax</i> , <i>institutional (ownership) shareholder</i>	Analisis Regresi	<i>leverage</i> dengan <i>book value</i> , <i>profitability</i> , <i>size</i> dan <i>tax</i> berpengaruh signifikan negatif dan <i>age</i> , <i>intangibility</i> , <i>risk</i> , dan <i>institutional shareholder</i> berpengaruh positif; sedangkan <i>sales growth</i> berpengaruh tidak signifikan dan positif terhadap <i>leverage (book value)</i> . Jika menggunakan <i>leverage</i> dengan <i>market value</i> , <i>age</i> , <i>profitability</i> & <i>institutional shareholder</i> berpengaruh signifikan negative, <i>size</i> , <i>risk</i> , <i>intangibility</i> , <i>sales growth</i> dan <i>tax</i> berpengaruh signifikan positif
7.	Keister (2004)	Dep : <i>capital resources</i> Independen : <i>retained earning (log)</i> , <i>spatial exposure</i> , <i>market development</i> , <i>number of workers (size)</i> , <i>profits</i> dengan variabel control yaitu <i>manager-college graduate</i> , <i>financial independence</i> , dan <i>central government funds</i> .	Analisis Regresi	<i>retained earnings</i> berpengaruh signifikan positif pada ke tiga kategori pertama kecuali pada kategori <i>foreign funds</i> tidak signifikan dan positif. <i>Spatial exposure</i> pada semua kategori <i>capital resources</i> berpengaruh signifikan positif. <i>Market development (poor)</i> berpengaruh signifikan negative pada kategori ke dua sampai keempat kecuali pada <i>banks loans</i> berpengaruh signifikan negatif. <i>Number of workers</i> berpengaruh tidak signifikan dan positif. <i>Profits</i> berpengaruh tidak signifikan dan negatif pada kategori ke dua sampai keempat sedangkan pada kategori pertama (<i>banks loans</i>) tidak signifikan dan positif.
8.	DeAngelo & Stulz (2004)	Independen : <i>earned equity to total equity (or total asset)</i>	Analisis Regresi	<i>Retained earning (earned equity)</i> berhubungan signifikan positif dengan <i>dividen payment</i> , dengan variabel kontrol

		Var kontrol yaitu <i>firm size, profitability, growth, leverage, cash balances</i> , dan <i>dividen history</i> .		<i>leverage</i> memiliki hubungan negatif dan <i>earned equity</i> memiliki dampak lebih penting dari <i>profitability</i> dan <i>growth</i> .
9.	Mutamimah (2003)	Dependen : Struktur Modal Independen : <i>Trade-off Theory (Non Debt Tax Shields, Size, Likuidity, Resiko Bisnis)</i> ; <i>Pecking Order Theory (profitability dan defisit kas)</i> ; <i>Agency Theory (family owned firm state owned firm degree of ownership concentration)</i>	Analisis Regresi	(1) <i>Trade-off theory (Non Debt Tax Shields, Size, Likuidity, Resiko Bisnis)</i> tidak signifikan mempengaruhi struktur modal. (2). <i>Pecking Order Theory, profitability</i> signifikan mempengaruhi struktur modal sedang defisit kas signifikan tidak mempengaruhi struktur modal. (3). <i>Agency Theory</i> , variabel <i>state</i> dan koefisien konsentrasi kepemilikan negatif dan signifikan terhadap struktur modal sedang koefisien <i>family</i> tidak signifikan mempengaruhi struktur modal.
10.	Wahidahwati (2002)	Dependen : <i>debt Ratio</i> Independen : <i>managerial ownership dan institutional investor</i> var kontrol <i>Size, dividen payout, asset, earning volatility, stock volatility</i>	Analisis Regresi	<i>managerial ownership</i> dan <i>institutional investor</i> mempunyai pengaruh signifikan dan negatif terhadap <i>debt ratio</i> . Sedangkan variabel kontrol yaitu <i>dividen payments, earning volatility, dan stock volatility</i> memberikan hasil yang signifikan negatif sedang variabel <i>firm size</i> dan <i>asset structure</i> memberikan hasil yang signifikan positif terhadap <i>debt ratio</i> .
11.	Pandey (2001)	Dependen : <i>book value dan market value debt ratio</i> Independen : <i>profitability, risk (earning volatility), growth (log sales), size, dan tangibility</i>	Analisis Regresi	<i>profitability</i> berpengaruh signifikan negatif pada seluruh tipe (<i>book value dan market value debt ratio</i>); <i>risk</i> berpengaruh negatif baik pada <i>book value dan market value debt ratio</i> ; <i>growth</i> dan <i>size</i> berpengaruh signifikan positif pada seluruh tipe <i>debt ratio</i> (level 1%); <i>tangibility</i> berpengaruh signifikan negatif pada <i>book value dan market value short term debt ratio</i> .
12.	Ozkan (2001)	Dep : <i>Debt to equity ratio (DER)</i> Independen : ukuran perusahaan, likuiditas, <i>non debt tax shields</i> , profitabilitas dan pertumbuhan penjualan	Analisis Regresi	ukuran perusahaan, berpengaruh signifikan positif terhadap DER. Likuiditas, <i>non debt tax shields</i> , profitabilitas dan pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan negatif terhadap DER.
13.	Sekar Mayang Sari (2001)	Dep : <i>leverage</i> Independen : pertumbuhan perusahaan, perubahan modal kerja, profitabilitas, struktur asset, <i>operating leverage</i> , besaran perusahaan	Analisis Regresi	Profitabilitas, pertumbuhan modal kerja dan <i>operating leverage</i> berpengaruh signifikan negatif terhadap <i>leverage</i> . Sedangkan pertumbuhan perusahaan, struktur asset, dan <i>size</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>leverage</i> .
14.	Kaaro (2000)	Dep : <i>Leverage (debt ratio)</i> Independen : kebijakan	Analisis Regresi	Tanpa variabel kontrol (deviasi standar ROI) maka kebijakan deviden (<i>dividend yield</i>) berpengaruh signifikan negatif

		dividen, profitabilitas (ROA), pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aktiva		terhadap leverage ;profitabilitas berpengaruh signifikan negatif hanya pada periode 1999; pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan negatif hanya pada periode 1998; pertumbuhan total aktiva tidak berpengaruh signifikan. Dengan variabel kontrol, <i>dividend yield</i> tidak berpengaruh signifikan; profitabilitas dan pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan negatif, pertumbuhan aktiva berpengaruh signifikan positif. Hasil analisis juga menunjukkan bahwa <i>balancing theory</i> terbukti lebih superior daripada <i>pecking order theory</i> dalam menjelaskan <i>leverage</i> perusahaan.
--	--	--	--	--

Sumber : Jurnal - jurnal yang dipublikasikan

Perbedaan antara penelitian yang akan dilakukan dengan penelitian terdahulu terletak pada :

1. Abor (2008), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Abor (2008) tidak menguji pengaruh *current ratio*, *sales growth* dan *retained earning* terhadap DER.
2. Morri & Beretta (2008), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Morri & Beretta (2008) tidak menguji pengaruh *current ratio*, *sales growth* dan *retained earning* terhadap DER.
3. Klapper & Tzioumis (2008) perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Klapper & Tzioumis (2008) tidak menguji *sales growth*, *retained earning* dan *size* terhadap DER.
4. Shah & Khan (2007), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Shah & Khan (2007) tidak menguji pengaruh *current ratio*, *sales growth*, dan *retained earning* terhadap DER.
5. Indradjaja (2006), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Indradjaja (2006) tidak menguji pengaruh *current ratio*, *retained earning* dan *size* terhadap DER.

6. Chen & Strange (2005), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Chen & Strange (2005) tidak menguji pengaruh *current ratio* dan *retained earning* terhadap DER.
7. Keister (2004), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan dimana Keister (2004) tidak menguji pengaruh *current ratio*, *sales growth* dan *size* terhadap DER
8. DeAngelo & Stulz (2004), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan dimana DeAngelo & Stulz (2004) tidak menguji pengaruh *current ratio*, *sales growth*, ROA dan *size* terhadap DER
9. Mutamimah (2003), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Mutamimah (2003) tidak menguji pengaruh *sales growth* dan *retained earning* terhadap DER.
10. Wahidahwati (2002), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Wahidahwati (2002) tidak menguji pengaruh *current ratio*, *sales growth*, ROA, dan *retained earning* terhadap DER.
11. Pandey (2001), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Pandey (2001) tidak menguji pengaruh *current ratio* dan *retained earning* terhadap DER.
12. Ozkan (2001), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Ozkan (2001) tidak menguji pengaruh *retained earning* terhadap DER.
13. Sekar Mayangsari (2001), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Sekar Mayangsari (2001) tidak menguji pengaruh *current ratio*, *sales growth* dan *retained earning* terhadap DER.

14. Kaaro (2001), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan, dimana Hermeindito Kaaro (2001) tidak menguji pengaruh *current ratio*, *retained earning* dan *size* terhadap DER.

2.3 Pengaruh Variabel Independen Terhadap Debt to Equity Ratio (DER)

2.3.1 Pengaruh Current Ratio terhadap DER

Likuiditas perusahaan merupakan salah satu faktor penting dalam menentukan struktur modal yang optimal. Sesuai dengan *Pecking Order Theory*, perusahaan yang memiliki likuiditas dalam hal ini *current ratio* yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut dapat menggunakan asset yang likuid sebagai sumber pembiayaan sehingga posisi likuiditas sebuah perusahaan memiliki hubungan negatif dengan rasio leverage. Myers & Rajan (1998) juga menyatakan bahwa ketika biaya agensi dari likuiditas tinggi maka kreditur luar membatasi jumlah pembiayaan hutang yang tersedia bagi perusahaan. Oleh karena itu terdapat hubungan negatif antara likuiditas (*Current Ratio*) dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Hal ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ozkan (2001). Dimana Ozkan (2001) menemukan bahwa likuiditas (*Current Ratio*) berpengaruh signifikan negatif terhadap *debt to equity ratio* (DER).

Dari uraian diatas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H1 : *Current Ratio* berpengaruh negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.

2.3.2 Pengaruh Sales Growth (Pertumbuhan Penjualan) terhadap DER

Pertumbuhan penjualan merupakan faktor penting dalam struktur modal perusahaan karena penjualan yang meningkat maka akan meningkatkan laba perusahaan, hal ini akan berpengaruh langsung terhadap laba ditahan karena laba ditahan akan menjadi meningkat dan tentunya modal sendiri yang terdiri dari saham biasa dan laba ditahan akan meningkat pula. Peningkatan modal sendiri dengan asumsi bahwa hutang perusahaan relatif tetap maka *Debt to Equity Ratio* (DER) akan menurun. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kaaro (2000) dan Ozkan (2001) yang menemukan bahwa pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh yang signifikan negatif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*).

Dari uraian diatas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H2 : *Sales growth* (pertumbuhan penjualan) berpengaruh negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.

2.3.3 Pengaruh Return On Assets terhadap DER

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Dengan alasan bahwa biaya dana internal lebih murah dibanding biaya dana eksternal. Peningkatan pada return on assets

akan meningkatkan laba ditahan, sehingga komponen modal sendiri semakin meningkat. Dengan meningkatnya modal sendiri maka rasio hutang menjadi menurun (dengan asumsi hutang relatif tetap). Penelitian yang dilakukan oleh Abor (2008), Morri & Berreta (2008), Klapper & Tzioumis (2008), Shah & Khan (2007), Chen & Strange (2005), Pandey (2001), dan Sekar mayangsari (2001) menyatakan bahwa *return on assets* berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal (DER). Dari uraian diatas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H3 : *Return On Assets* (ROA) berpengaruh negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.

2.3.4 Pengaruh *Retained Earning* (Laba Ditahan) terhadap DER

Setiap perusahaan menginginkan adanya pertumbuhan modal (laba ditahan) disamping dapat membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Semakin tinggi tingkat dividen yang dibayarkan, berarti semakin kecil laba yang ditahan. Begitu juga sebaliknya apabila perusahaan menahan sebagian besar pendapatannya dalam perusahaan, maka bagian pendapatan yang tersedia untuk dibayarkan sebagai dividen akan semakin kecil. Dengan demikian semakin besar persentase bagian laba yang ditetapkan sebagai laba ditahan, akan memperkecil *dividen payout ratio* yang berarti akan memperbesar modal sendiri dan akhirnya akan memperkecil struktur modal (DER menjadi rendah) karena perusahaan cenderung menggunakan sumber dana intern daripada menggunakan hutang. Hal ini berarti laba ditahan mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal

ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh DeAngelo & Stulz (2004) yang menemukan bahwa *Retained Earning* (Laba Ditahan) mempunyai hubungan yang negatif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*). Dari uraian diatas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H4 : *Retained Earning* (Laba Ditahan) berpengaruh negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.

2.3.5 Pengaruh Size (Ukuran Perusahaan) terhadap DER

Menurut Riyanto (1995), suatu perusahaan yang besar dimana saham perusahaan tersebar sangat luas. Setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau bergesernya pengendalian perusahaan yang dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya perusahaan yang kecil dimana sahamnya hanya tersebar pada lingkungan kecil maka penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian perusahaan yang lebih besar berani mengeluarkan saham baru guna memenuhi kebutuhan untuk membiayai pertumbuhan penjualan jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Dalam hal ini bisa dikatakan bahwa perusahaan besar cenderung mempunyai hutang besar, berarti ada hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan hutang. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Sekar Mayangsari (2000), Pandey (2001), Wahidahwati (2002) dan Morri & Beretta (2008) yang menyatakan bahwa *size* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal

(DER). Dari uraian diatas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H5 : *Size* (Ukuran Perusahaan) berpengaruh positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.

2.3.6 Perbedaan pengaruh Current Ratio, Sales Growth, ROA, Retained Earning dan Size dalam mempengaruhi DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen

Bagnani et.al (1994) dalam penelitiannya membedakan *insider ownership* perusahaan menjadi tiga kategori yaitu (1). Manajemen perusahaan yang mempunyai kepemilikan saham diatas 25% masuk dalam kategori *Big Insider Ownership*, (2). Manajemen perusahaan yang mempunyai kepemilikan saham 5 % -25 % masuk dalam kategori *Middle Insider Ownership*, dan (3). Manajemen perusahaan yang mempunyai kepemilikan saham lebih kecil dari 5% masuk dalam kategori *Small Insider Ownership*.

Hasil penelitian Bagnani et.al (1994) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen yang kurang dari 5% tidak menunjukkan hasil yang signifikan terhadap *abnormal return*, kemudian kepemilikan saham oleh manajemen antara 5 % - 25 % berpengaruh signifikan negatif terhadap *abnormal return*, sedangkan kepemilikan saham oleh manajemen diatas 25 % berpengaruh signifikan positif terhadap *abnormal return*. Sehingga dari penelitian yang dilakukan oleh Bagnani et.al (1994) dapat disimpulkan bahwa semakin besar

kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen akan meningkatkan tingkat keuntungan perusahaan.

Dalam penelitian ini hanya dibagi menjadi dua kategori yaitu perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki oleh manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh perusahaan (0 %). Pembagian perusahaan menjadi dua kategori ini, ingin menunjukkan sisi kepemilikan yang sangat ekstrim yaitu satu sisi saham sebagian dimiliki manajemen (ada campur tangan pihak manajemen) dan disisi lain saham tidak dimiliki manajemen (tidak ada campur tangan manajemen) untuk mengetahui sejauh mana perbedaan kebijakan pendanaan kedua tipe perusahaan ini, apakah berbeda atukah sama kebijakan pendanaan yang dilakukan. Dari uraian diatas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H6 : Ada perbedaan pengaruh *Current Ratio*, *Sales Growth*, *Return On Assets*, *Assets Growth* dan *Size* dalam mempengaruhi DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen

2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis

Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan sumber daya jangka pendek yang tersedia. Perusahaan yang memiliki *current ratio* yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut dapat menggunakan asset yang likuid sebagai sumber pembiayaan perusahaan sendiri sehingga perusahaan tidak membutuhkan sumber pendanaan berupa hutang atau memiliki rasio hutang yang relatif rendah. Menurut

Ozkan (2001) *Current Ratio* memiliki hubungan negatif dengan struktur modal (DER).

Perusahaan yang mempunyai *sales growth* (pertumbuhan penjualan) yang tinggi akan meningkatkan keuntungan (laba) perusahaan sehingga laba ditahan pun akan meningkat. Peningkatan laba ditahan akan meningkatkan modal sendiri sehingga DER akan menjadi menurun. Hal ini juga didukung oleh penelitian Kaaro (2000) yang menunjukkan bahwa *sales growth* (pertumbuhan penjualan) berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal (DER).

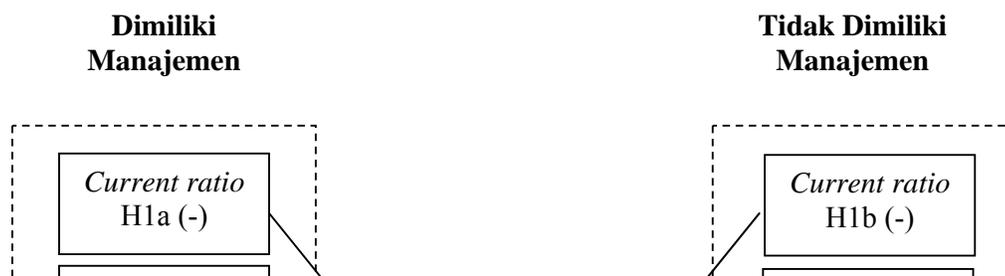
Struktur modal dapat diukur dengan melihat tingkat profitabilitas perusahaan (*Return On Assets /ROA*). ROA merupakan rasio antara laba sesudah pajak terhadap jumlah asset secara keseluruhan. Peningkatan pada ROA akan meningkatkan laba ditahan, sehingga komponen modal sendiri semakin meningkat. Dengan meningkatnya modal sendiri maka rasio hutang menjadi menurun (dengan asumsi hutang relatif tetap). Berarti ada hubungan negatif antara perusahaan dengan hutang Menurut Abor (2008), Morri & Berreta (2008), Klapper & Tzioumis (2008), Shah & Khan (2007), Chen & Strange (2005), Pandey (2001), dan Sekar mayangsari (2001), ROA memiliki hubungan yang negatif dengan DER.

Perusahaan yang menahan sebagian besar pendapatannya dalam perusahaan, berarti bagian pendapatan yang tersedia untuk dibayarkan sebagai dividen akan semakin kecil. Laba ditahan yang semakin besar akan memperbesar modal sendiri dan akhirnya akan memperkecil struktur modal (DER rendah), menurut DeAngelo & Stulz (2004), *retained earning* memiliki hubungan yang negatif dengan struktur modal (DER).

Size (Ukuran perusahaan) merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang semakin besar cenderung membutuhkan tambahan dana yang besar dari pihak eksternal guna kelangsungan aktivitas operasionalnya. Oleh karena itu perusahaan besar akan memiliki hutang yang besar pula. Berarti ada hubungan positif antara perusahaan dengan hutang. Menurut Pandey (2001), Sekar Mayangsari (2001), Wahidahwati (2002) dan Morri & Beretta (2008), ukuran perusahaan mempunyai hubungan positif dengan struktur modal (DER).

Berdasarkan uraian diatas, maka kerangka pemikiran teoritis dapat digambarkan pada gambar 2.1 sebagai berikut :

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Klapper & Tzioumis (2008), Abor (2008), Morri & Berreta (2008), Shah & Khan (2007), Chen & Strange (2005), DeAngelo & Stulz (2004), Wahidahwati (2002), Pandey (2001), Ozkan (2001), dan Sekar mayangsari (2001)

2.5 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan, tinjauan teoritis dan kerangka pemikiran, maka dapat diajukan hipotesis kerja sebagai berikut :

- 1 = *Current Ratio* berpengaruh negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen
- 2 = *Sales Growth* (Pertumbuhan Penjualan) berpengaruh negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen

- 3 = *Return On Assets* (ROA) berpengaruh negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen
- 4 = *Retained Earning* berpengaruh negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen
- 5 = *Size* (Ukuran perusahaan) berpengaruh positif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen
- 6 = Ada perbedaan pengaruh *Current Ratio*, *Sales Growth*, *Return On Assets*, *retained earning* dan *Size* dalam mempengaruhi DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan yaitu data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan pada tahun 2005 – 2007 pada perusahaan yang telah *go public* maka data yang digunakan adalah laporan keuangan yang telah dipublikasikan di Bursa Efek Jakarta. Data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2008.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2005-2007. Jumlah perusahaan manufaktur pada periode tersebut sejumlah 159 perusahaan. Sampel diperoleh dengan menggunakan *purposive sampling* yaitu memilih sampel dengan kriteria tertentu, sehingga sesuai dengan penelitian yang dirancang. Kriteria yang digunakan adalah

1. Perusahaan yang selalu terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan (2005-2007).
2. Perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2005-2007).
3. Selama periode pengamatan, perusahaan tidak boleh memiliki laba ditahan negatif atau nol
4. Memiliki data-data yang lengkap sesuai dengan variabel penelitian yang dibutuhkan.

Dari populasi sebanyak 159 perusahaan, diperoleh sebanyak 72 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel, yang terdiri dari 28 perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki oleh manajemen dan 44 perusahaan

yang sahamnya tidak dimiliki manajemen. Berikut daftar sampel perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian pada tabel 3.1 dibawah ini :

Tabel 3.1
Sampel perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen

NAMA PERUSAHAAN	
DIMILIKI MANAJEMEN	TIDAK DIMILIKI MANAJEMEN
PT. Tunas Baru Lampung Tbk	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk
PT. Ultra Jaya Milk Tbk	PT. Davomas Abadi Tbk
PT. Gudang Garam Tbk	PT. Delta Djakarta Tbk
PT. AKR Corporindo Tbk	PT. Fast Food Indonesia Tbk
PT. Budi Acid Jaya Tbk	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk
PT. Lautan Luas Tbk	PT. Mayora Indah Tbk
PT. Sorini Agro A.CTbk	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk
PT. Duta pertiwi Nusantara Tbk	PT. Siantar TOP Tbk
PT. Intanwijaya International Tbk	PT. BAT Indonesia Tbk
PT. Aneka Kemasindo Utama Tbk	PT. Bentoel International Investama Tbk
PT. Asahimas Flat Glass Tbk	PT. HM Sampoerna Tbk
PT. Berlina Tbk	PT. Roda Vivatex Tbk
PT. Dynaplast Tbk	PT. Delta Dunia Petroindo Tbk
PT. Alumindo Light M.I Tbk	PT. Ever Shine Textile Industry Tbk
PT. Betonjaya Manunggal Tbk	PT. Indorama Syntetics Tbk
PT. Citra Tubindo Tbk	PT. Sepatu Bata Tbk
PT. Jaya Pari Steel Tbk	PT. Tirta Mahakam Resources Tbk
PT. Lion Mesh Prima Tbk	PT. Suparma Tbk
PT. Lion Metal Works Tbk	PT. Colorpak Indonesia Tbk
PT. Sumi Indo Kabel Tbk	PT. Unggul Indah Cahaya Tbk
PT. Metrodata Electronics Tbk	PT. Ekadharma International Tbk
PT. Indo Kordsa (Branta Mulia)Tbk	PT. Resource Alam Indonesia Tbk
PT. Hexindo Adiperkasa Tbk	PT. Kagoie Igar Jaya Tbk
PT. Intraco Penta Tbk	PT. Trias Sentosa Tbk
PT. Nipress Tbk	PT. Indocement Tunggul Prakarsa Tbk
PT. Prima Alloy Steel Tbk	PT. Semen Gresik (Persero) Tbk
PT. Pyridam Farma Tbk	PT. Tira Austenite Tbk
PT. Mandom Indonesia Tbk	PT. Arwana Citramulia Tbk
	PT. Astra Graphia Tbk
	PT. Multipolar Corporation Tbk
	PT. Astra International Tbk
	PT. Astra Otoparts Tbk
	PT. Goodyear Indonesia Tbk
	PT. Multistrada Arah Sarana Tbk
	PT. Selamat Sempurna Tbk
	PT. United Tractors Tbk
	PT. Bristol-Myers Squibb Indonesia Tbk
	PT. Darya-Varia Laboratoria Tbk

PT. Kalbe Farma Tbk PT. Kimia Farma (Persero) Tbk PT. Merck Tbk PT. Tempo Scan Pasific Tbk PT. Mustika Ratu Tbk PT. Unilever Indonesia Tbk

Sumber : ICMD 2008

3.3 Metode Pengumpulan Data

Sesuai dengan jenis data yang diperlukan yaitu data sekunder dan teknik sampling yang digunakan yaitu *purposive sampling*, maka metode pengumpulan data didasarkan pada laporan keuangan yang dipublikasikan oleh BEJ melalui ICMD tahun 2008 periode 2005, 2006, 2007. Data yang diperoleh kemudian diolah kembali dan disesuaikan dengan kebutuhan penelitian ini.

3.4 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

3.4.1 Variabel Penelitian

Variabel-variabel penelitian yang dibutuhkan dalam penelitian ini terdiri dari :

1. Variabel dependen, yaitu variabel yang dipengaruhi atau tergantung oleh variabel lain. Dalam hal ini yang termasuk variabel dependen adalah Struktur Modal (*Debt to Equity Ratio/DER*).
2. Variabel independen, yaitu variabel yang bebas dan tidak terpengaruh oleh variabel lain. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Current Ratio*, *Sales Growth* (pertumbuhan penjualan), *Return on Asset (ROA)*, *Retained Earning*, dan *Size* (ukuran perusahaan).

3.4.2 Definisi Operasional

Masing-masing variabel penelitian secara operasional dapat didefinisikan sebagai berikut :

1. *Debt to Equity Ratio* merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dengan modal yang dimilikinya. DER diukur melalui perbandingan total hutang dan total *equity* (total asset- total hutang).
2. Likuiditas merupakan rasio guna mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya. Rasio ini diukur dengan melihat *current ratio*. *Current Ratio* merupakan rasio antara aktiva lancar terhadap kewajiban lancar.
3. *Sales Growth* (Pertumbuhan penjualan) merupakan perubahan pendapatan penjualan yang diukur berdasarkan perbandingan antara *net sales* periode sekarang (*net sales t*) minus periode sebelumnya (*net sales t-1*) terhadap *net sales* periode sebelumnya (*net sales t-1*).
4. *Return On Assets* (ROA) merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan total asset yang dimilikinya.
5. *Retained Earning* merupakan total laba ditahan yang dimiliki oleh perusahaan. *Retained earning* bukan merupakan ukuran rasio sehingga di *proxy* dengan logaritma natural laba ditahan.
6. *Size* (Ukuran Perusahaan) merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan bukan merupakan ukuran rasio sehingga di *proxy* dengan nilai logaritma dari total Asset.

Berikut ini dalam tabel 3.2 akan disajikan variabel penelitian, definisi operasional, skala dan pengukuran variabel secara ringkas.

Tabel 3.2
Variabel penelitian, definisi operasional, skala dan pengukuran variabel

No	Variabel	Definisi	Skala	Pengukuran
1.	DER	Rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dengan modal yang dimilikinya	Rasio	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$
2.	<i>Current Ratio</i>	Kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya	Rasio	$\frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}}$
3.	<i>Sales Growth</i> (Pertumbuhan Penjualan)	Perubahan pendapatan penjualan yang diukur berdasarkan perbandingan antara <i>net sales</i> periode sekarang (<i>net sales t</i>) minus periode sebelumnya (<i>net sales t-1</i>) terhadap <i>net sales</i> periode sebelumnya (<i>net sales t-1</i>)	Rasio	$\frac{\text{Net Sales}_t - \text{Net Sales}_{t-1}}{\text{Net Sales}_{t-1}}$
4.	ROA	Rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan total aset yang dimilikinya	Rasio	$\frac{\text{EAT}}{\text{Total Asset}}$
5.	<i>Retained earning</i>	Total laba ditahan yang dimiliki oleh perusahaan, yang di <i>proxy</i> dengan nilai logaritma natural dari total laba ditahan	Rasio	Ln Laba ditahan
6.	<i>Size</i> (Ukuran Perusahaan)	Ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan di <i>proxy</i> dengan nilai logaritma natural dari total Asset	Rasio	Ln Total Asset

Sumber : dari berbagai sumber

3.5 Teknik Analisis

Untuk mencapai tujuan dalam penelitian ini, maka metode analisis yang digunakan yaitu dengan menggunakan model analisis regresi linier berganda dan uji asumsi klasik.

3.5.1 Model Regresi

Dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (*Ordinary Least Square-OLS*) dengan formula sebagai berikut :

$$Y = a - b_1 X_1 - b_2 X_2 - b_3 X_3 - b_4 X_4 + b_5 X_5 + e$$

Keterangan :

Y = DER (Rasio antara total debt terhadap total equity)

a = konstanta

b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 = koefisien regresi masing – masing variabel independen

X1 = *Current Ratio* (Rasio antara aktiva lancar dengan hutang lancar)

X2 = *Sales Growth* (dilihat dari perubahan pendapatan penjualan)

X3 = ROA (Rasio antara laba setelah pajak terhadap total asset)

X4 = *Retained Earning* (Logaritma natural dari laba ditahan)

X5 = *Size* (Logaritma Natural dari total asset)

e = Variabel Residual

3.5.2 Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan terlebih dahulu untuk memastikan apakah model regresi yang digunakan tidak terdapat masalah multikolinearitas, autokorelasi, heteroskedastisitas, dan data yang dihasilkan terdistribusi normal.

Jika semua uji asumsi klasik tersebut terpenuhi maka model analisis telah layak untuk digunakan.

3.5.2.1 Uji Normalitas

Imam Ghozali (2006) menyatakan bahwa uji normalitas adalah pengujian yang digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel independen dan variabel dependennya memiliki distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau data mendekati normal. Proses uji normalitas data dilakukan dengan memperhatikan penyebaran data (titik) pada normal *p – plot of regression standardized residual* dari variabel independen, dimana :

- a. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- b. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Adapun cara lain yang dapat digunakan dalam normalitas dilakukan dengan uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S). Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis :

H₀ : Data residual berdistribusi normal

H_A : Data residual tidak terdistribusi normal

3.5.2.2 Uji Multikolinieritas

Imam Ghozali (2006) menyatakan bahwa uji Multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik adalah model regresi yang tidak terjadi korelasi diantara variabel-variabel bebasnya. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol. Untuk mengetahui apakah ada korelasi antara variabel bebas antara variabel bebas dapat diketahui dengan melihat :

- a. Nilai tolerance
- b. Variance Inflation Factor (VIF)

Kedua ukuran tersebut menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. *Tolerance* mengukur variabilitas variabel bebas yang terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi (karena $VIF = 1/tolerance$) dan menunjukkan adanya kolinearitas tinggi. Nilai *cut off* yang umum di pakai adalah $Tolerance < 0,10$ atau sama dengan nilai $VIF > 10$. Setiap penelitian harus menentukan kolinearitas yang masih dapat diterima.

3.5.2.3 Uji Autokorelasi

Asumsi yang digunakan dalam pengujian ini adalah bahwa tidak ada autokorelasi diantara variabel. Autokorelasi adalah gejala terdapatnya korelasi diantara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi autokorelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang

waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya (Ghozali, 2006).

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokolerasi dapat dilakukan dengan dua cara yaitu : (Ghozali, 2006)

1. Uji Durbin-Watson (DW)

Uji Durbin Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (*first order autocorrelation*) dan mensyaratkan adanya *intercept* (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel lag diantara variabel independen. Hipotesis yang akan diuji adalah :

H0 : tidak ada autokorelasi ($r = 0$)

HA : ada autokorelasi ($r \neq 0$)

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi :

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < d_l$
Tidak ada autokorelasi positif	No decision	$d_l \leq d \leq d_u$
Tidak ada korelasi negatif	Tolak	$4 - d_l < d < 4$
Tidak ada korelasi negatif	No decision	$4 - d_u \leq d \leq 4 - d_l$
Tidak ada autokorelasi positif atau negatif	Tidak ditolak	$d_u < d < 4 - d_u$

2. Run Test

Run Test sebagai bagian dari statistik non-parametrik dapat digunakan untuk menguji apakah antara residual terdapat korelasi yang tinggi. Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi maka dikatakan bahwa residual adalah acak atau random. Run test digunakan untuk melihat apakah data residual terjadi secara random atau tidak/ sistematis (Ghozali,2006).

H0 : residual (res_1) random (acak)

H1 : residual (res_1) tidak random

3.5.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* residual suatu pengamatan ke pengamatan lain tetap maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda maka disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas (Ghozali, 2006).

Untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas, dapat digunakan metode grafik plot antara nilai prediksi variabel dependen (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Kemudian untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilihat pada ada tidaknya pola tertentu pada grafik *Scatterplot* antara SRESID dan ZPRED, dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi dan sumbu X adalah residual (Y prediksi-Y sesungguhnya) dari data yang diolah. Dasar dari analisa grafik adalah jika ada pola tertentu (seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka diindikasikan terjadi heteroskedastisitas. Jika tidak ada pola yang jelas serta tidak menyebar di atas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2006).

3.5.3 Uji Statistik F

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah model regresi linier berganda layak digunakan untuk memprediksi variabel dependen atau semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara

bersama-sama terhadap variabel terikat. Pengujian model menggunakan uji statistik F dilakukan melalui pengamatan nilai signifikan f pada α yang digunakan yaitu sebesar 5 %. Model dikatakan signifikan jika memiliki nilai signifikansi kurang dari 5%.

Suatu model dapat dinilai dengan *Goodness of fit test*. *Goodness of fit test* atau pengujian ketepatan perkiraan bertujuan untuk menguji tingkat keepatan atau keterikatan antara variabel dependen dengan variabel independen yang bisa dilihat dari besarnya nilai koefisien determinasi. Koefisien determinasi yang digunakan yaitu *Adjusted R-Square*. Apabila nilai *Adjusted R-Square* semakin mendekati 1, maka tingkat kepatannya juga semakin tinggi (Ghozali, 2006).

3.5.4 Uji Statistik t (Uji Signifikan Parameter individual)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel bebas/ independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Pengujian hipotesis secara parsial menggunakan uji statistik t, dilakukan melalui pengamatan nilai signifikan t pada α yang digunakan yaitu sebesar 5 %. Pengujian hipotesis secara parsial dikatakan signifikan jika memiliki nilai signifikansi kurang dari 5%.

- Uji hipotesis 5 :

Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah suatu parameter (b_1) sama dengan nol, atau $H_0 : b_1 = 0$

Hipotesis alternatifnya (H_1) parameter suatu variabel lebih besar nol, atau

$H_1 : b_1 > 0$, artinya, variabel tersebut berpengaruh positif terhadap variabel dependen.

- Uji hipotesis 1, 2, 3, dan 4 :

Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah suatu parameter (b_2) sama dengan nol, atau $H_0 : b_2 = 0$

Hipotesis alternatifnya (H_1) parameter suatu variabel kurang dari nol, atau $H_1 : b_2 < 0$, artinya, variabel tersebut berpengaruh negatif terhadap variabel dependen.

3.5.5 Chow Test

Chow Test adalah alat untuk menguji test for *equality of coefficients* atau uji kesamaan koefisien dan test ini ditemukan oleh Gregory Chow (Ghozali, 2006). Langkah-langkah analisis : (Ghozali, 2006)

1. Lakukan regresi dengan observasi total (seluruh perusahaan sampel $n = 72$) dan dapatkan nilai *Restricted residual sum of squares* atau RSS_r (RSS_3) dengan $df = (n_1 + n_2 - k)$ dimana k adalah jumlah parameter yang diestimasi dalam hal ini 5.
2. Lakukan regresi dengan observasi pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan dapatkan nilai RSS_1 dengan $df = (n_1 - k)$.
3. Lakukan regresi dengan observasi pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen dan dapatkan nilai RSS_2 dengan $df = (n_2 - k)$.
4. Jumlahkan nilai RSS_1 dan RSS_2 untuk mendapatkan apa yang disebut *unrestricted residual sum of squares* (RSS_{ur}) :
$$RSS_{ur} = RSS_1 + RSS_2 \quad \text{dengan } df = (n_1 + n_2 - k)$$

5. Hitunglah nilai F test dengan rumus :

$$F = \frac{(RSSr - RSSur)/k}{(RSSur)/(n1 + n2 - 2k)}$$

6. Nilai rasio F mengikuti distribusi F dengan k dan $(n1 + n2 - 2k)$ sebagai df untuk penyebut maupun pembilang.
7. Jika nilai F hitung $>$ F tabel, maka kita menolak hipotesis nol dan menyimpulkan bahwa model regresi perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan model regresi perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen memang berbeda

BAB IV

ANALISIS DATA

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Data Deskriptif

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan 2005-2007. Perusahaan manufaktur dibagi menjadi dua kategori yaitu perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis data sekunder yang diperoleh dengan metode penggunaan bahan dokumen. Keseluruhan data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia melalui ICMD tahun 2008. Dalam penelitian ini menggunakan data tahunan sehingga dari tahun 2005-2007 diperoleh data tahunan sebanyak 3 (tiga). Semua variabel yaitu variabel DER, *Current ratio*, *Sales Growth*, *ROA*, *Retained Earning* dan *Size* yang diteliti menggunakan data tahunan. Data dalam penelitian ini menggunakan *pooling data*, dimana jumlah sampel yang tersedia dikalikan jumlah tahun pengamatan yaitu $72 \times 3 = 216$ data dimana data tersebut dibagi menjadi 2 (dua) kelompok observasi yaitu perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dengan jumlah data sebanyak 84 data dan perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen dengan jumlah data sebanyak 132 data.

Berikut akan disajikan data rata-rata variabel DER, *Current ratio*, *Sales Growth*, *ROA*, *Retained Earning* dan *Size* pada tabel 4.1.

Tabel 4.1
Rata-rata DER, Current Ratio, Sales Growth, ROA, Retained Earning dan Size

Variabel (Satuan)	Rata-rata (Tahun)		
	2005	2006	2007
Current Ratio (x)	2.17	2.23	2.05
Sales Growth (%)	0.19	0.08	0.22
ROA (%)	2.81	1.48	1.93
Retained Earning (Ln)	11.90	12.13	12.35
Size (Ln)	5.83	5.86	5.91
DER (x)	2.53	6.83	1.93

Sumber : ICMD 2008 (data diolah)

Nilai DER menunjukkan perbandingan antara hutang dan modal sendiri. Dengan semakin besarnya nilai hutang maka nilai DER akan semakin tinggi pula. Pada tabel diatas menunjukkan bahwa pada tahun 2006 memiliki nilai DER jauh lebih tinggi dibandingkan dengan tahun 2005 dan 2007 yaitu sebesar 6.83. Sehingga pada tahun 2006 memiliki pendanaan dari hutang yang besar dan memiliki resiko bisnis yang tinggi dibandingkan dengan tahun 2005 dan 2007 yang dinilai DER-nya lebih rendah.

Likuiditas menunjukkan kemampuan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dengan aktiva lancarnya. Dari tahun 2005 – 2007 menunjukkan rata-rata likuiditas (*Current ratio*) hampir seimbang walaupun pada tahun 2006 *current ratio* sebesar 2.23 lebih besar dari tahun 2005 dan 2007, yang berarti pada tahun 2006 perusahaan-perusahaan memiliki kemampuan yang lebih baik didalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancarnya dari tahun yang lain.

Sales Growth (pertumbuhan penjualan) didasarkan pada nilai penjualan bersih periode sekarang minus periode sebelumnya terhadap penjualan bersih periode sebelumnya. Pertumbuhan penjualan yang meningkat berarti perusahaan berada pada posisi yang stabil dan memiliki keuntungan yang semakin meningkat. Pada tabel diatas perusahaan dengan nilai rata-rata pertumbuhan penjualan tertinggi terjadi pada tahun 2007 sebesar 0.22 persen, menunjukkan bahwa pada tahun 2007 perusahaan-perusahaan memiliki pertumbuhan yang positif (mengalami kenaikan), sehingga mudah untuk mendapatkan dana (eksternal) yang lebih besar untuk operasional perusahaan.

Nilai ROA menunjukkan keuntungan yang dihasilkan dari asset yang dimiliki perusahaan. ROA yang tinggi diperoleh pada tahun 2005 sebesar 2.81 % sedangkan pada tahun berikutnya mengalami penurunan, hal ini tidak relevan karena perusahaan yang seharusnya memiliki pertumbuhan penjualan yang tinggi akan memiliki keuntungan yang semakin meningkat, namun pada tahun 2007 yang memiliki pertumbuhan penjualan yang tinggi dibanding tahun yang lain memiliki ROA yang rendah.

Retained earning (laba ditahan) perusahaan yang semakin besar akan memperbesar modal sendiri, dari tabel diatas laba di tahan mengalami peningkatan dari tahun 2005-2007, dimana tahun 2007 laba ditahan memiliki nilai paling besar yaitu 12.35. Laba ditahan yang semakin besar akan memperkecil struktur modal atau menyebabkan DER menjadi rendah. Dari data diatas hanya tahun 2006- 2007 yang relevan dimana DER mengalami penurunan menjadi 1.93.

Ukuran perusahaan sangat berkaitan dengan asset perusahaan. Pada tabel diatas rata-rata ukuran perusahaan (*size*) paling tinggi terjadi pada tahun 2007

sebesar 5.91. Perusahaan yang semakin besar cenderung membutuhkan tambahan dana yang besar dari pihak eksternal guna kelangsungan aktivitas operasionalnya. Oleh karena itu perusahaan besar akan cenderung memiliki hutang yang besar. Hal ini tidak relevan karena jika dikaitkan dengan DER, ternyata DER pada tahun 2007 memiliki nilai yang sangat rendah.

4.2 Proses dan Hasil Analisis Data

Untuk mencapai tujuan dalam penelitian ini, maka metode analisis yang digunakan yaitu dengan menggunakan model analisis regresi linier berganda, namun terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik untuk memastikan apakah model regresi yang digunakan tidak terdapat masalah multikolinearitas, autokorelasi, heteroskedastisitas, dan data yang dihasilkan terdistribusi normal. Berikut ini akan disajikan analisis deskriptif untuk mengetahui kondisi distribusi masing-masing variabel dan selanjutnya pengujian asumsi klasik beserta pengujian hipotesis.

4.2.1 Analisis Deskriptif

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu akan disajikan mengenai deskripsi atau kondisi distribusi dari masing - masing variabel penelitian. Deskripsi ini akan memperlihatkan kecenderungan yang terjadi pada sebaran masing - masing variabel penelitian. Berikut akan disajikan statistik deskriptif dari lima variabel penelitian pada perusahaan manufaktur yang sahamnya dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.

Tabel 4.2
Hasil uji statistik deskriptif perusahaan manufaktur yang sahamnya
sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	216	.00	3.76	1.0329	.79515
CR	216	.53	181.00	3.7147	12.58019
SG	216	-.52	1.99	.1748	.26449
ROA	216	-13.62	37.49	6.6420	7.32280
RE	216	7.46	16.97	12.1471	1.78085
SIZE	216	10.23	17.97	13.6984	1.49319
Valid N (listwise)	216				

Sumber : Output SPSS

Pada tabel 4.2 diatas, dideskripsikan ukuran-ukuran dari variabel penelitian meliputi jumlah data (N), nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (mean) dan nilai penyimpangan standar (standar deviasi). Dari data tersebut menunjukkan bahwa masing-masing variabel memiliki jumlah data sebanyak 216 dari periode pengamatan 2005-2007. Terlihat dari data bahwa nilai standard deviasi DER sebesar 0,79515x (kali) mendekati nilai rata-rata (mean) variabel DER sendiri yaitu sebesar 1,0329x (kali), menunjukkan bahwa data variabel DER mengindikasikan hasil yang kurang baik, dikarenakan standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut sangat tinggi sehingga penyebaran data menunjukkan hasil yang tidak normal yang ditunjukkan banyaknya data ekstrim yang dapat menyebabkan hasil yang bias. Hal yang sama juga terjadi pada tiga variabel yang lain yaitu variabel *current ratio*, *sales growth*, dan ROA, dimana nilai standar deviasi masing-masing variabel (*current ratio* sebesar 12,58019x (kali); *sales growth* sebesar 0,26449 persen (%); dan ROA sebesar 7,32280 persen (%)) bahkan jauh lebih besar dibandingkan dengan nilai

rata-rata dari masing-masing variabel (*current ratio* sebesar 3,7147x (kali) ; *sales growth* sebesar 0,1748 persen (%); dan ROA sebesar 6,6420 persen (%)), hal ini juga mengindikasikan penyebaran data yang tidak normal dan hasil yang bias. Sedangkan dua variabel lain yaitu *retained earning* dan *size*, memiliki nilai rata-rata sebesar 12,1471 (188.546,5 juta rupiah) untuk *retained earning* dan 13,6984 (889.486,8 juta rupiah) untuk *size*. Nilai standar deviasi *retained earning* dan *size* masing-masing sebesar 1.78085 (.5,934899 juta rupiah) dan 1,49319 (4,451272 juta rupiah). Nilai standar deviasi variabel *retained earning* dan *size* sangat kecil dibandingkan dengan nilai rata-ratanya sehingga menunjukkan penyebaran data yang normal.

4.2.2 Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian regresi linier berganda, perlu dilakukan terlebih dahulu pengujian asumsi klasik. Dimana model penelitian ini harus memenuhi syarat-syarat yaitu lolos dari asumsi klasik. Syarat-syarat tersebut adalah data harus terdistribusi normal, tidak mengandung multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

4.2.2.1 Pengujian Asumsi Klasik Perusahaan Manufaktur yang Sahamnya Sebagian Dimiliki Manajemen

4.2.2.1.1 Uji Normalitas

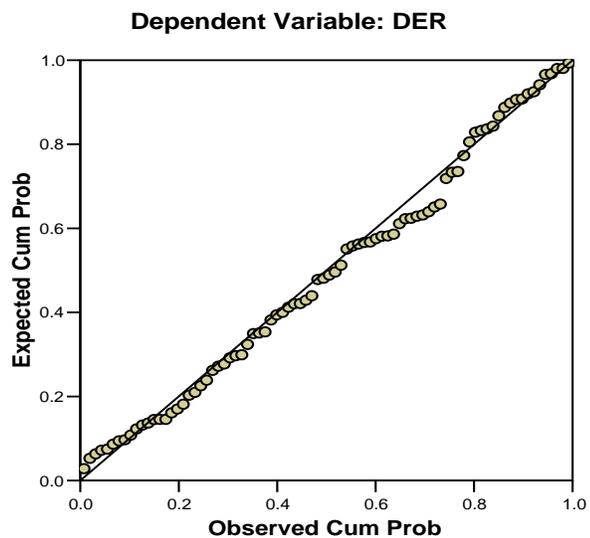
Uji normalitas adalah pengujian yang digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel independen dan variabel dependennya memiliki distribusi normal atau tidak. Proses uji normalitas data dapat dilakukan dengan

melihat hasil P-Plot of regression standardized residual dan melakukan uji non-parametrik test *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*. Berikut hasil P-Plot of regression standardized residual dan uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*.

Berikut disajikan hasil P-Plot of regression standardized residual pada gambar 4.1 dan uji non-parametrik test *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* pada tabel 4.3, pada perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen.

Gambar 4.1
Hasil P-plot of regression standardized residual perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Sumber : Output SPSS

Pada gambar 4.1 diatas data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas. Untuk membuktikan data berdistribusi normal, berikut hasil uji kolmogorov smirnov yang dapat dilihat pada tabel 4.3.

Tabel 4.3
Hasil uji kolmogorov-smirnov
perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki
manajemen

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		84
Normal Parameters(a,b)	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.65283489
Most Extreme Differences	Absolute	.076
	Positive	.076
	Negative	-.039
Kolmogorov-Smirnov Z		.695
Asymp. Sig. (2-tailed)		.720

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

Sumber : Output SPSS

Untuk menentukan data dengan uji kolmogorov-smirnov, nilai signifikansi harus diatas 0,05 atau 5% (Ghozali, 2006). Pada tabel 4.3, besarnya nilai kolmogorov-smirnov 0,695 dengan signifikansi 0,720 dimana memiliki nilai yang lebih besar dari *level of significance* (0,05), maka hal ini menunjukkan bahwa data terdistribusi normal dan mengindikasikan bahwa variabel independen yang

digunakan dalam penelitian ini dapat digunakan untuk memprediksi DER perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen periode 2005-2007.

4.2.2.1.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Variabel independen dalam penelitian terdiri dari : *current ratio*, *sales growth*, *return on asset*, *retained earning* dan *size*. Untuk mendeteksi ada tidaknya korelasi antara variabel independen (multikolinearitas) di dalam model regresi dapat dilakukan dengan melihat besaran korelasi antar variabel independen dan nilai *tolerance* serta *Variance Inflation Factor* (VIF). Berikut akan ditunjukkan dalam tabel 4.4 hasil uji korelasi antar variabel independen.

Tabel 4.4
Hasil uji korelasi antar variabel independen
perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen

Coefficient Correlations(a)

Model			SIZE	SG	ROA	CR	RE
1	Correlations	SIZE	1.000	-.173	.481	.156	-.894
		SG	-.173	1.000	-.341	.259	.207
		ROA	.481	-.341	1.000	-.112	-.533
		CR	.156	.259	-.112	1.000	-.056
		RE	-.894	.207	-.533	-.056	1.000
	Covariances	SIZE	.015	-.007	.001	.000	-.011
		SG	-.007	.115	-.002	.000	.007
		ROA	.001	-.002	.000	.000	-.001
		CR	.000	.000	.000	.000	.000
		RE	-.011	.007	-.001	.000	.010

a Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Melihat hasil uji korelasi antar variabel independen pada tabel 4.4 menunjukkan bahwa korelasi yang dimiliki oleh masing - masing variabel masih di bawah 90 persen, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas. Pada tabel 4.5 dibawah ini akan ditunjukkan nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF) dari model penelitian sebagai berikut :

Tabel 4.5
Hasil uji nilai tolerance dan VIF
perusahaan manufaktur yang sahamnya
sebagian dimiliki manajemen

Coefficients(a)

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	CR	.858	1.166
	SG	.830	1.205
	ROA	.653	1.531
	RE	.183	5.474
	SIZE	.188	5.315

a. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Pada tabel diatas, terlihat bahwa kelima variabel independen memberikan nilai VIF ada disekitar 1 atau dibawah 10 dan nilai *tolerance* diatas 0,10. Dengan demikian dapat disimpulkam bahwa model regresi tersebut tidak terdapat *problem* multikolinearitas.

4.2.2.1.3 Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Uji Autokorelasi dilakukan dengan asumsi Durbin-Watson (DW). Hasil uji autokorelasi dapat ditunjukkan dalam tabel 4.6 berikut ini.

Tabel 4.6
Hasil uji autokorelasi
Perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki
manajemen

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.700(a)	.490	.458	.67343	1.824

a Predictors: (Constant), SIZE, SG, ROA, CR, RE

b Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Nilai Dubin-Watson (DW) sebesar 1.824 lebih besar dari batas atas (du) 1.774 dan kurang dari 2.226 (4-du), maka dapat disimpulkan bahwa tidak dapat menolak H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada autokorelasi positif maupun negatif (atau tidak terdapat autokorelasi). Untuk membuktikan bahwa tidak terjadi *problem* autokorelasi maka digunakan *Runs Test*. Berikut hasilnya pada tabel 4.7.

Tabel 4.7
Hasil uji runs test
perusahaan manufaktur yang sahamnya
sebagian dimiliki manajemen

Runs Test

	Unstandardized Residual
Test Value(a)	-.02546
Cases < Test Value	42

Cases >= Test Value	42
Total Cases	84
Number of Runs	35
Z	-1.756
Asymp. Sig. (2-tailed)	.079

a Median

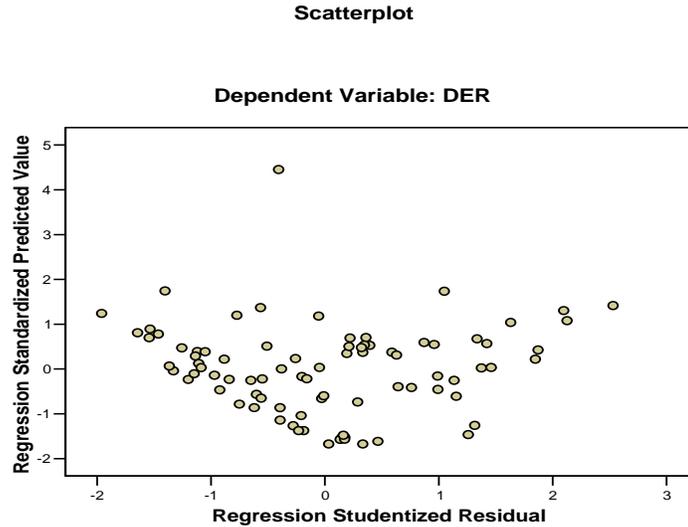
Sumber : Output SPSS

Dari tabel diatas menunjukkan bahwa Nilai Test adalah -0,02546 dengan probabilitas 0,079 tidak signifikan pada 0,05 yang berarti hipotesis nol diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa residual random (acak) atau tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual.

4.2.2.1.4 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam model regresi maka digunakan model grafik *Scatterplot*. Berikut hasil uji *Scatterplot* yang digambarkan pada gambar 4.2.

Gambar 4.2
Hasil uji scatterplot
perusahaan manufaktur yang sahamnya
sebagian dimiliki manajemen



Sumber : Output SPSS

Pada gambar *scatterplot* diatas terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini berarti tidak terjadi heteskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk prediksi *Debt to Equity Ratio* berdasar masukan variabel independennya.

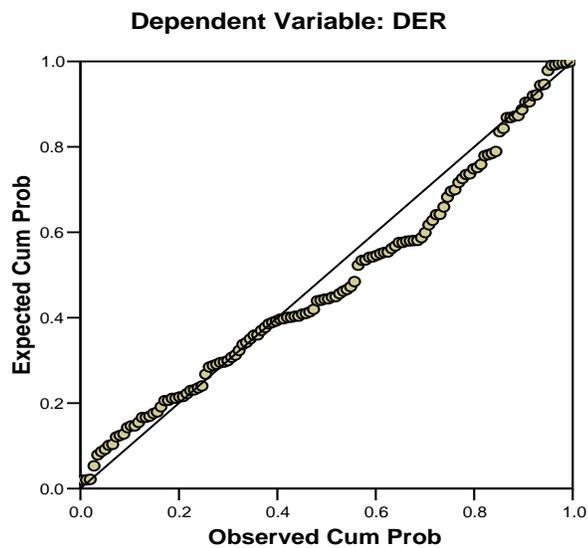
4.2.2.2 Pengujian Asumsi Klasik Perusahaan Manufaktur yang Sahamnya Tidak Dimiliki Manajemen

4.2.2.2.1 Uji Normalitas

Berikut disajikan hasil P-Plot of regression standardized residual pada gambar 4.3 dan uji non-parametrik test *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* pada tabel 4.8 pada perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen.

Gambar 4.3
Hasil P-plot of regression standardized residual
perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Sumber : Output SPSS

Pada gambar 4.3 diatas data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi memenuhi

asumsi normalitas. Untuk membuktikan data berdistribusi normal, berikut hasil uji kolmogorov smirnov yang dapat dilihat pada tabel 4.8.

Tabel 4.8
Hasil uji kolmogorov-smirnov
perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki
manajemen

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		132
Normal Parameters(a,b)	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.46706834
Most Extreme Differences	Absolute	.108
	Positive	.108
	Negative	-.048
Kolmogorov-Smirnov Z		1.238
Asymp. Sig. (2-tailed)		.093

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

Sumber : Output SPSS

Pada tabel 4.8, besarnya nilai kolmogorov-smirnov 1,238 dengan signifikansi 0,093 dimana memiliki nilai yang lebih besar dari *level of significance* (0,05), maka hal ini menunjukkan bahwa data terdistribusi normal dan mengindikasikan bahwa variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini dapat digunakan untuk memprediksi DER perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen periode 2005-2007.

4.2.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Variabel independen dalam penelitian terdiri dari : *current ratio*, *sales growth*, *return on asset*, *retained earning* dan *size*. Untuk mendeteksi ada tidaknya korelasi antara variabel independen (multikolinearitas) di dalam model regresi dapat dilakukan dengan melihat besaran korelasi antar variabel independen dan nilai *tolerance* serta *Variance Inflation Factor* (VIF). Berikut akan ditunjukkan dalam tabel 4.9 hasil uji korelasi antar variabel independen.

Tabel 4.9
Hasil uji korelasi antar variabel independen
perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen

Coefficient Correlations^a

Model			SIZE	SG	ROA	CR	RE
1	Correlations	SIZE	1.000	.072	-.380	.353	-.838
		SG	.072	1.000	-.003	.000	-.017
		ROA	-.380	-.003	1.000	-.239	.372
		CR	.353	.000	-.239	1.000	-.506
		RE	-.838	-.017	.372	-.506	1.000
	Covariances	SIZE	.003	5.981E-5	-.003	.000	-.002
		SG	5.981E-5	.000	-7.486E-6	-1.655E-8	-1.264E-5
		ROA	-.003	-7.486E-6	.026	.000	.003
		CR	.000	-1.655E-8	.000	3.465E-5	.000
		RE	-.002	-1.264E-5	.003	.000	.002

Sumber : Output SPSS

Melihat hasil uji korelasi antar variabel independen pada tabel 4.9 menunjukkan bahwa korelasi yang dimiliki oleh masing - masing variabel masih di bawah 90 persen, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas. Pada

tabel 4.10 dibawah ini akan ditunjukkan nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF) dari model penelitian sebagai berikut :

Tabel 4.10
Hasil uji nilai tolerance dan VIF
perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak
dimiliki manajemen

Coefficients(a)

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	CR	.988	1.012
	SG	.839	1.191
	ROA	.722	1.385
	RE	.245	4.081
	SIZE	.281	3.555

a. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Pada tabel 4.10, terlihat bahwa kelima variabel independen memberikan nilai VIF ada disekitar 1 atau dibawah 10 dan nilai *tolerance* diatas 0,10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi tersebut tidak terdapat *problem* multikolinearitas.

4.2.2.2.3 Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Uji Autokorelasi dilakukan dengan

asumsi Durbin-Watson (DW). Hasil uji autokorelasi dapat ditunjukkan dalam tabel 4.11 berikut ini.

Tabel 4.11
Hasil uji autokorelasi
perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.747 ^a	.559	.541	.47625	1.906

a. Predictors: (Constant), SIZE, CR, SG, ROA, RE

b. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Nilai Dubin-Watson (DW) sebesar 1.906 lebih besar dari batas atas (du) 1,802 dan kurang dari 2,19 (4-du), maka dapat disimpulkan bahwa tidak dapat menolak H0 yang menyatakan bahwa tidak ada autokorelasi positif maupun negatif (atau tidak terdapat autokorelasi). Untuk membuktikan bahwa tidak terjadi *problem* autokorelasi maka digunakan *Runs Test*. Berikut hasilnya pada tabel 4.12.

Tabel 4.12
Hasil uji runs test
perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak
dimiliki manajemen

Runs Test

	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-0.06702
Cases < Test Value	66
Cases >= Test Value	66
Total Cases	132
Number of Runs	65

Z	-349
Asymp. Sig. (2-tailed)	.727

a Median

Sumber : Output SPSS

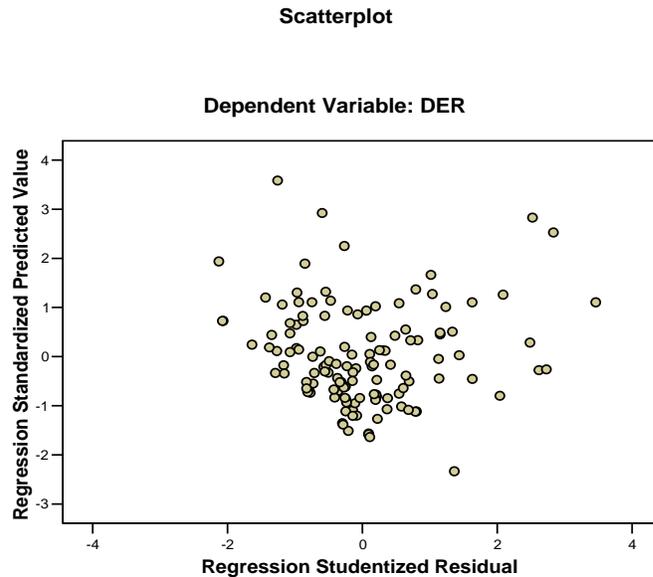
Dari tabel diatas menunjukkan bahwa Nilai Test adalah -0,06702 dengan probabilitas 0,727 tidak signifikan pada 0,05 yang berarti hipotesis nol diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa residual random (acak) atau tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual.

4.2.2.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam model regresi maka digunakan model grafik *Scatterplot*. Berikut hasil uji *Scatterplot* yang digambarkan pada gambar 4.4.

Gambar 4.4
Hasil uji scatterplot

perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki



manajemen

Sumber : Output SPSS

Pada gambar *scatterplot* diatas terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini berarti tidak terjadi heteskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk prediksi *Debt to Equity Ratio* berdasar masukan variabel independennya.

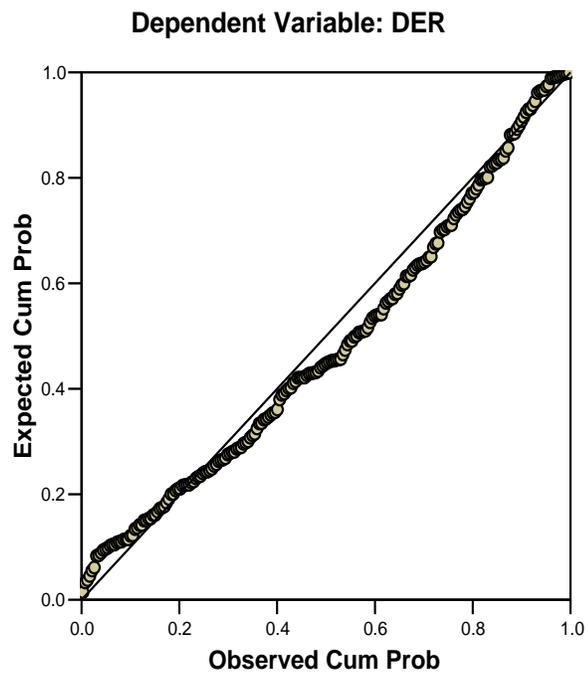
4.2.2.3 Pengujian Asumsi Klasik Gabungan Perusahaan Manufaktur yang Sahamnya Sebagian Dimiliki Manajemen dan Perusahaan manufaktur yang Sahamnya Tidak Dimiliki Manajemen

4.2.2.3.1 Uji Normalitas

Berikut disajikan hasil P-Plot of regression standardized residual pada gambar 4.5 dan uji non-parametrik test *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* pada tabel 4.13, pada perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen.

Gambar 4.5
Hasil P-plot of regression standardized residual
Gabungan perusahaan manufaktur yang sahamya sebagian
dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Sumber : Output SPSS

Pada gambar 4.5 diatas data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas. Untuk membuktikan data berdistribusi normal, berikut hasil uji kolmogorov smirnov yang dapat dilihat pada tabel 4.13.

Tabel 4.13
Hasil uji kolmogorov-smirnov
Gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian
dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		216
Normal Parameters(a,b)	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.57522605
Most Extreme Differences	Absolute	.077
	Positive	.077
	Negative	-.053
Kolmogorov-Smirnov Z		1.125
Asymp. Sig. (2-tailed)		.159

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

Sumber : Output SPSS

Untuk menentukan data dengan uji kolmogorov-smirnov, nilai signifikansi harus diatas 0,05 atau 5% (Ghozali, 2006). Pada tabel 4.13, besarnya nilai kolmogorov-smirnov 1,125 dengan signifikansi 0,159 dimana memiliki nilai yang lebih besar dari *level of significance* (0,05), maka hal ini menunjukkan bahwa data terdistribusi normal dan mengindikasikan bahwa variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini dapat digunakan untuk memprediksi DER perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen periode 2005-2007.

4.2.2.3.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Variabel independen dalam penelitian terdiri dari : *current ratio*, *sales growth*, *return on asset*, *retained earning* dan *size*. Untuk mendeteksi ada tidaknya korelasi antara variabel independen (multikolinearitas) di dalam model regresi dapat dilakukan dengan melihat besaran korelasi antar variabel independen dan nilai *tolerance* serta *Variance Inflation Factor* (VIF). Berikut akan ditunjukkan dalam tabel 4.14 hasil uji korelasi antar variabel independen.

Tabel 4.14
Hasil uji korelasi antar variabel independen
Gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki
manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen
 Coefficient Correlations(a)

Model			SIZE	SG	ROA	CR	RE
1	Correlations	SIZE	1.000	-.299	.369	.096	-.859
		SG	-.299	1.000	-.249	.116	.315
		ROA	.369	-.249	1.000	-.053	-.502
		CR	.096	.116	-.053	1.000	-.009
		RE	-.859	.315	-.502	-.009	1.000
	Covariances	SIZE	.003	-.003	.000	.000	-.002
		SG	-.003	.026	.000	.000	.002
		ROA	.000	.000	.000	.000	.000
		CR	.000	.000	.000	.000	.000
		RE	-.002	.002	.000	.000	.002

a Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Melihat hasil uji korelasi antar variabel independen pada tabel 4.14 menunjukkan bahwa korelasi yang dimiliki oleh masing - masing variabel masih di bawah 90 persen, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas. Pada

tabel 4.15 dibawah ini akan ditunjukkan nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF) dari model penelitian sebagai berikut :

Tabel 4.15
Hasil uji nilai tolerance dan VIF Gabungan
perusahaan manufaktur yang sahamya
sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak
dimiliki manajemen

Coefficients(a)

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	CR	.951	1.052
	SG	.869	1.151
	ROA	.722	1.384
	RE	.219	4.577
	SIZE	.247	4.048

a. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Pada tabel diatas, terlihat bahwa kelima variabel independen memberikan nilai VIF ada disekitar 1 atau dibawah 10 dan nilai *tolerance* diatas 0,10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi tersebut tidak terdapat *problem* multikolinearitas.

4.2.2.3.3 Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Uji Autokorelasi dilakukan dengan

asumsi Durbin-Watson (DW). Hasil uji autokorelasi dapat ditunjukkan dalam tabel 4.16 berikut ini.

Tabel 4.16
Hasil uji autokorelasi
Gabungan perusahaan manufaktur yang sahamya sebagian dimiliki
manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.690(a)	.477	.464	.58203	1.821

a Predictors: (Constant), SIZE, SALES, ROA, CR, RE

b Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Nilai Dubin-Watson (DW) sebesar 1.821 lebih besar dari batas atas (du) 1.820 dan kurang dari 2.18 (4-du), maka dapat disimpulkan bahwa tidak dapat menolak H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada autokorelasi positif maupun negatif (atau tidak terdapat autokorelasi). Untuk membuktikan bahwa tidak terjadi *problem* autokorelasi maka digunakan *Runs Test*. Berikut hasilnya pada tabel 4.17.

Tabel 4.17
Hasil uji runs test
Gabungan perusahaan manufaktur yang sahamya
sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak
dimiliki manajemen

Runs Test

	Unstandardized Residual
Test Value(a)	-.07597
Cases < Test Value	108
Cases >= Test Value	108
Total Cases	216
Number of Runs	104
Z	-.682
Asymp. Sig. (2-tailed)	.495

a Median

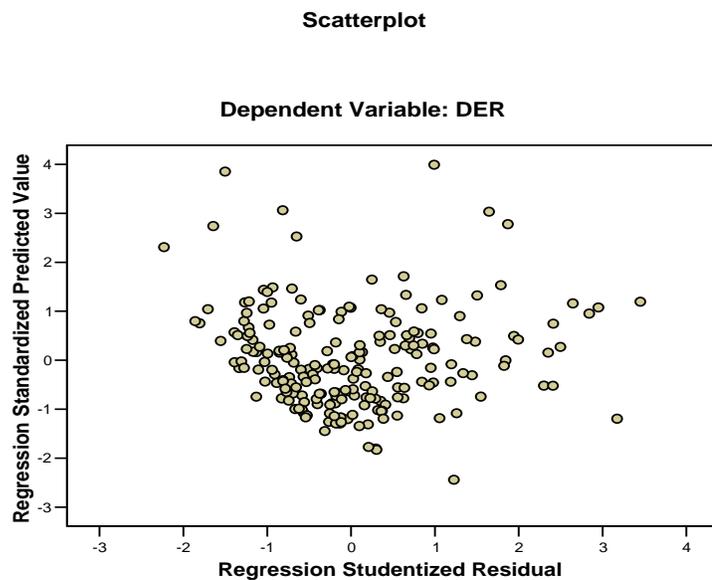
Sumber : Output SPSS

Dari tabel diatas menunjukkan bahwa Nilai Test adalah -0,07597 dengan probabilitas 0,495 tidak signifikan pada 0,05 yang berarti hipotesis nol diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa residual random (acak) atau tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual.

4.2.2.3.4 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam model regresi maka digunakan model grafik *Scatterplot*. Berikut hasil uji *Scatterplot* yang digambarkan pada gambar 4.6.

Gambar 4.6
Hasil uji scatterplot
Gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen



Sumber : Output SPSS

Pada gambar *scatterplot* diatas terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini berarti tidak terjadi heteskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk prediksi *Debt to Equity Ratio* berdasar masukan variabel independennya.

4.2.3 Hasil Analisis

4.2.3.1 Uji Statistik F

Dari uji asumsi klasik dapat disimpulkan bahwa data yang ada terdistribusi secara normal, tidak terdapat multikolinearitas, bebas heteroskedastisitas, dan tidak terdapat *problem* autokorelasi. Sehingga selanjutnya akan dilakukan uji statistik F untuk mengetahui apakah model regresi linier berganda layak untuk digunakan. Pengujian dilakukan melalui pengamatan nilai signifikansi f perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen, perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen dan gabungan kedua kategori perusahaan tersebut yang dapat dilihat dalam tabel 4.18 ; 4.19 dan 4.20 dibawah ini.

Tabel 4.18
Hasil uji statistik F
perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	34.022	5	6.804	15.004	.000 ^a
	Residual	35.374	78	.454		
	Total	69.396	83			

a Predictors: (Constant), SIZE, SG, ROA, CR, RE

b Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Dari hasil uji statistik f diatas, didapat nilai f hitung adalah 15,004 dengan tingkat signifikansi 0,000. karena tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05, maka model regresi bisa dipakai untuk memprediksi *debt to equity ratio* (DER) atau dengan kata lain variabel *current ratio*, *sales growth*, ROA, *retained earning* dan *size* secara bersama-sama berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*/DER (struktur modal).

Tabel 4.19
Hasil uji statistik F
perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	36.159	5	7.232	31.885	.000 ^b
	Residual	28.578	126	.227		
	Total	64.737	131			

a Predictors: (Constant), SIZE, SG, ROA, CR, RE

b Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Dari hasil uji statistik f diatas, didapat nilai f hitung adalah 31,885 dengan tingkat signifikansi 0,000. karena tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05, maka model regresi bisa dipakai untuk memprediksi *debt to equity ratio* (DER) atau dengan kata lain variabel *current ratio*, *sales growth*, ROA, *retained earning* dan

size secara bersama-sama berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*/DER (struktur modal).

Tabel 4.20
Hasil uji statistik F
Gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki
manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen
ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	64.797	5	12.959	38.255	.000(a)
	Residual	71.140	210	.339		
	Total	135.937	215			

a Predictors: (Constant), SIZE, SG, ROA, CR, RE

b Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Dari hasil uji statistik f diatas, didapat nilai f hitung adalah 38,255 dengan tingkat signifikansi 0,000. karena tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05, maka model regresi bisa dipakai untuk memprediksi *debt to equity ratio* (DER) atau dengan kata lain variabel *current ratio*, *sales growth*, ROA, *retained earning* dan *size* secara bersama-sama berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*/DER (struktur modal).

Setelah uji F kedua regresi tersebut terpenuhi maka dapat diperoleh hasil uji regresi linier berganda perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen, perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen dan gabungan kedua kategori perusahaan tersebut pada tabel 4.21 ; 4.22 dan 4.23 berikut ini.

Tabel 4.21
Hasil uji regresi linier berganda
perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.
-------	--	-----------------------------	---------------------------	---	------

		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.833	.788		-3.596	.001
	CR	.004	.004	.078	.898	.372
	SG	.323	.340	.084	.951	.345
	ROA	-.030	.018	-.163	-1.631	.107
	RE	-.555	.102	-1.033	-5.461	.000
	SIZE	.790	.121	1.218	6.533	.000

a Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Berdasarkan tabel diatas dari hasil estimasi regresi diperoleh koefisien konstanta sebesar -2,833 ; koefisien *current ratio* sebesar 0,004 ; koefisien *sales growth* (pertumbuhan penjualan) sebesar 0,323 ; koefisien ROA (*return on assets*) sebesar - 0,030 ; koefisien *retained earning* (laba ditahan) sebesar - 0,555 dan koefisien *size* (ukuran perusahaan) sebesar 0,790. sehingga diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$Y_1 = -2,833 + 0,004 X_1 + 0,323 X_2 - 0,030 X_3 - 0,555 X_4 + 0,790 X_5$$

Tabel 4.22
Hasil uji regresi linier berganda
perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.504	.409		-3.678	.000
	CR	-.038	.016	-.146	-2.459	.015
	SG	.110	.162	.044	.676	.500
	ROA	-.003	.006	-.040	-.580	.563

RE	-.401	.048	-1.003	-8.384	.000
SIZE	.544	.053	1.144	10.250	.000

a Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Berdasarkan tabel 4.22 diatas dari hasil estimasi regresi diperoleh koefisien konstanta sebesar -1,504 ; koefisien *current ratio* sebesar – 0,038 ; koefisien *sales growth* (pertumbuhan penjualan) sebesar 0,110 ; koefisien ROA (*return on assets*) sebesar – 0,003 ; koefisien *retained earning* (laba ditahan) sebesar – 0,401 dan koefisien *size* (ukuran perusahaan) sebesar 0,544. sehingga diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$Y_2 = -1,504 - 0,038 X_1 + 0,110 X_2 - 0,003 X_3 - 0,401 X_4 + 0,544 X_5$$

Tabel 4.23
Hasil uji regresi linier berganda
Gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki
manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.828	.380		-4.809	.000
	CR	.000	.003	.005	.105	.916
	SG	.135	.161	.045	.841	.402
	ROA	-.013	.006	-.120	-2.039	.043
	RE	-.440	.048	-.985	-9.223	.000

SIZE	.603	.053	1.133	11.279	.000
------	------	------	-------	--------	------

a. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Berdasarkan tabel diatas dari hasil estimasi regresi diperoleh koefisien konstanta sebesar -1,828 ; koefisien *current ratio* sebesar 0,000 ; koefisien *sales growth* (pertumbuhan penjualan) sebesar 0,135 ; koefisien ROA (*return on assets*) sebesar - 0,013 ; koefisien *retained earning* (laba ditahan) sebesar - 0,440 dan koefisien *size* (ukuran perusahaan) sebesar 0,603. sehingga diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$Y_3 = -1,828 + 0,00 X_1 + 0,135 X_2 - 0,013 X_3 - 0,440 X_4 + 0,603 X_5$$

4.2.3.2 Uji Statistik t (Uji Signifikan Parameter individual)

Tujuan Uji Statistik t adalah untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen mempengaruhi variabel dependen secara signifikan. Pengujian ini dilakukan melalui pengamatan nilai signifikan t perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen, seperti pada tabel 4.24; 4.25 dan 4.26 berikut ini.

Tabel 4.24
Hasil uji parsial (t)
perusahaan manufaktur yang sahamnya
sebagian dimiliki manajemen

Coefficients(a)

Model		T	Sig.
1	(Constant)	-3.596	.001
	CR	.898	.372
	SG	.951	.345
	ROA	-1.631	.107
	RE	-5.461	.000
	SIZE	6.533	.000

a. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Dari tabel 4.24 maka diperoleh hasil uji statistik t (uji parsial) perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen sebagai berikut :

1. Variabel *Current Ratio*

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 0,898 dan nilai signifikansi sebesar 0,372. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 atau 5 % maka H0 diterima dan H1a ditolak berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara variabel *current ratio* terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003) yang menyatakan bahwa *current ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap DER. Variabel *current ratio* tidak berpengaruh signifikan berarti variabel tersebut kurang memberikan dampak yang berarti terhadap struktur modal karena naik turunnya likuiditas perusahaan sangat kecil sehingga tidak berpengaruh terhadap DER. Walaupun *current ratio* tidak berpengaruh signifikan akan tetapi jika dilihat dari tanda (hubungan kedua variabel), hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Klapper & Tzioumis (2008) dan Mutamimah (2003) yang menyatakan bahwa variabel likuiditas memiliki hubungan positif terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Tanda positif mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki

kemampuan yang tinggi untuk dapat segera mengembalikan hutang-hutangnya maka perusahaan bisa mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah besar. Oleh karena itu perusahaan dengan likuiditas yang tinggi akan dengan mudah mendapatkan dana dari pihak eksternal.

2. Variabel *Sales Growth*

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 1,631 dan nilai signifikansi sebesar 0,345. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 atau 5 % maka H_0 diterima dan H_{2a} ditolak berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara variabel *sales growth* terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Indradjaja (2006) dan Chen & Strange (2005) yang menyatakan bahwa variabel pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Pertumbuhan penjualan yang berpengaruh tidak signifikan menunjukkan bahwa pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen memiliki tingkat pertumbuhan penjualan dari periode ke periode yang sangat kecil sehingga tidak berpengaruh terhadap DER. Namun dari tanda yang dihasilkan penelitian ini memberikan tanda positif, bertentangan dengan hipotesis awal. Tanda positif mengindikasikan bahwa dengan meningkatnya penjualan maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan. Dengan meningkatnya aktivitas operasional perusahaan diharapkan penjualan dan proyeksi laba juga meningkat. Hal ini akan berpengaruh langsung terhadap besar kecilnya modal sendiri. Modal sendiri yang terdiri dari saham biasa dan laba ditahan akan semakin besar seiring dengan bertambahnya laba

operasi perusahaan, dan akan berdampak pada optimalisasi struktur modal perusahaan.

3. Variabel *Return On Assets* (ROA)

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 4,871 dan nilai signifikansi sebesar 0,107. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 atau 5 % maka H0 diterima dan H3a ditolak berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara variabel *return on assets* (ROA) terhadap *debt to equity ratio* (DER). Variabel ROA tidak berpengaruh signifikan menunjukkan bahwa variabel tersebut kurang memberikan dampak yang berarti bagi DER, walaupun *return on asset* tidak berpengaruh signifikan akan tetapi jika dilihat dari tanda (hubungan kedua variabel), hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Abor (2008), Morri & Berreta (2008), Klapper & Tzioumis (2008), Shah & Khan (2007), Chen & Strange (2005), Pandey (2001), dan Sekar mayangsari (2001) yang menyatakan bahwa variabel ROA memiliki hubungan negatif terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). ROA yang meningkat akan meningkatkan laba perusahaan, sehingga modal sendiri juga akan meningkat dengan asumsi hutang tetap maka DER akan mengalami menurun. Brigham dan Houston (2001) juga mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Dengan alasan bahwa biaya dana internal lebih murah dibanding biaya dana eksternal.

4. Variabel *Retained Earning* (laba ditahan)

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 5,461 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 atau 5 % maka H0 ditolak dan H4a diterima berarti terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara variabel *retained earning* (laba ditahan) terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh DeAngelo & Stulz (2004) yang menemukan bahwa *Retained Earning* (Laba Ditahan) mempunyai hubungan yang negatif terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Tanda yang negatif menunjukkan bahwa dengan meningkatnya persentase bagian laba yang ditetapkan sebagai laba ditahan, maka akan memperbesar modal sendiri dan akhirnya akan memperkecil struktur modal atau dapat dikatakan DER akan menjadi rendah karena perusahaan cenderung menggunakan sumber dana intern daripada menggunakan hutang.

5. Variabel *Size* (Ukuran Perusahaan)

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 6,533 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 atau 5 % maka H0 ditolak dan H5a diterima berarti terdapat pengaruh yang signifikan positif antara variabel ukuran perusahaan (*size*) terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sekar Mayangsari (2000), Pandey (2001), Wahidahwati (2002) dan Morri & Beretta (2008) yang menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh signifikan positif terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Hasil yang signifikan positif menunjukkan bahwa peningkatan pada ukuran perusahaan akan meningkatkan *debt to equity ratio* suatu perusahaan.

Perusahaan yang besar dalam hal ini memiliki ukuran perusahaan yang tinggi cenderung memiliki keberanian untuk mengeluarkan saham baru guna memenuhi segala kebutuhan operasional, perusahaan kemungkinan besar akan memiliki hutang yang besar. Hal ini membuktikan bahwa assets yang dimiliki oleh perusahaan yang semakin tinggi, memiliki daya tarik bagi para investor untuk menanamkan dananya ke perusahaan.

Tabel 4.25
Hasil uji parsial (t)
perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak
dimiliki manajemen

Coefficients(a)

Model		T	Sig.
1	(Constant)	-3.678	.000
	CR	-2.459	.015
	SG	.676	.500
	ROA	-.580	.563
	RE	-8.384	.000
	SIZE	10.250	.000

a. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Dari tabel 4.25 maka diperoleh hasil uji statistik t (uji parsial) perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen sebagai berikut :

1. Variabel *Current Ratio*

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 2,459 dan nilai signifikansi sebesar 0,015. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 atau 5 % maka hipotesis nol (H0) ditolak dan H1b diterima berarti terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara variabel likuiditas terhadap *debt to equity ratio (DER)*. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh

Ozkan (2001) yang menyatakan bahwa variabel *Current Ratio* berpengaruh signifikan terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Tanda yang dihasilkan memberikan tanda negatif, sesuai dengan hipotesis awal, mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut dapat menggunakan asset yang likuid sebagai sumber pembiayaan sehingga perusahaan tidak membutuhkan sumber pendanaan berupa hutang atau memiliki rasio hutang yang relatif rendah. Hal ini didukung oleh Myers & Rajan (1998) yang menyatakan bahwa ketika biaya agensi dari likuiditas tinggi maka kreditur luar membatasi jumlah pembiayaan hutang yang tersedia bagi perusahaan. Selain itu tanda yang negatif juga menunjukkan bahwa perusahaan yang likuid tidak menjamin para investor akan tertarik untuk menanamkan dananya ke perusahaan walaupun perusahaan yang semakin likuid tersebut mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya dan bisa mendapatkan kepercayaan dari investor untuk menerbitkan hutang baru.

2. Variabel *Sales Growth*

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 0,676 dan nilai signifikansi sebesar 0,500. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 atau 5 % maka H0 diterima dan H2b ditolak berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara variabel *sales growth* terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Indradjaja (2006) dan Chen & Strange (2005) yang menyatakan bahwa variabel pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Pertumbuhan penjualan yang berpengaruh tidak signifikan menunjukkan bahwa pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki

manajemen memiliki tingkat pertumbuhan penjualan dari periode ke periode yang sangat kecil sehingga tidak berpengaruh terhadap DER. Namun dari tanda yang dihasilkan penelitian ini memberikan tanda positif, bertentangan dengan hipotesis awal. Tanda positif mengindikasikan bahwa dengan meningkatnya penjualan maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan.

3. Variabel *Return On Assets* (ROA)

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 0,580 dan nilai signifikansi sebesar 0,563. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 atau 5 % maka H0 diterima dan H3a ditolak berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara variabel *return on assets* (ROA) terhadap *debt to equity ratio* (DER). ROA yang tidak berpengaruh signifikan menunjukkan variabel ini kurang memberikan dampak yang berarti bagi struktur modal, walaupun *return on asset* tidak berpengaruh signifikan akan tetapi jika dilihat dari tanda (hubungan kedua variabel), hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Abor (2008), Morri & Berreta (2008), Klapper & Tzioumis (2008), Shah & Khan (2007), Chen & Strange (2005), Pandey (2001), dan Sekar mayangsari (2001) yang menyatakan bahwa variabel ROA memiliki hubungan negatif terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Brigham dan Houston (2001) juga mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan

secara internal. Dengan alasan bahwa biaya dana internal lebih murah dibanding biaya dana eksternal.

4. Variabel *Retained Earning* (laba ditahan)

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 8,384 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 atau 5 % maka H0 ditolak dan H4b diterima berarti terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara variabel *retained earning* (laba ditahan) terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh DeAngelo & Stulz (2004) yang menemukan bahwa *Retained Earning* (Laba Ditahan) mempunyai hubungan yang negatif terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Tanda yang negatif menunjukkan bahwa dengan meningkatnya persentase bagian laba yang ditetapkan sebagai laba ditahan, maka akan memperbesar modal sendiri dan akhirnya akan memperkecil struktur modal atau dapat dikatakan DER akan menjadi rendah

5. Variabel *Size* (Ukuran Perusahaan)

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 10,250 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 atau 5 % maka H0 ditolak dan H5b diterima berarti terdapat pengaruh yang signifikan positif antara variabel ukuran perusahaan (*size*) terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sekar Mayangsari (2000), Pandey (2001), Wahidahwati (2002) dan Morri & Beretta (2008) yang menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh signifikan positif terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Hasil yang signifikan positif menunjukkan bahwa peningkatan pada ukuran

perusahaan akan meningkatkan *debt to equity ratio* suatu perusahaan. Perusahaan yang besar dalam hal ini memiliki ukuran perusahaan yang tinggi cenderung memiliki keberanian untuk mengeluarkan saham baru guna memenuhi segala kebutuhan operasional, perusahaan kemungkinan besar akan memiliki hutang yang besar. Hal ini membuktikan bahwa assets yang dimiliki oleh perusahaan yang semakin tinggi, memiliki daya tarik bagi para investor untuk menanamkan dananya ke perusahaan.

TABEL 4.26
Hasil uji parsial (t)
gabungan perusahaan yang sahamnya sebagian
dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki
manajemen

Coefficients(a)

Model		T	Sig.
1	(Constant)	-4.809	.000
	CR	.105	.916
	SG	.841	.402
	ROA	-2.039	.043
	RE	-9.223	.000
	SIZE	11.279	.000

a Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Dari tabel 4.26 maka diperoleh hasil uji statistik t (uji parsial) perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen sebagai berikut :

1. Variabel *Current Ratio*

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 0,105 dan nilai signifikansi sebesar 0,916. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 atau 5 % maka tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel *current ratio* terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Mutamimah (2003) yang menyatakan bahwa *current ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap DER. Walaupun *current ratio* tidak berpengaruh signifikan akan tetapi jika dilihat dari tanda (hubungan kedua variabel), hasil penelitian ini pada gabungan perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen memiliki hubungan positif terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Tanda positif mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan yang tinggi untuk dapat segera mengembalikan hutang-hutangnya maka perusahaan bisa mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah besar. Oleh karena itu perusahaan dengan likuiditas yang tinggi akan dengan mudah mendapatkan dana dari pihak eksternal.

2. Variabel *Sales Growth*

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 0,841 dan nilai signifikansi sebesar 0,402. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 atau 5 % maka tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel *sales growth* terhadap *debt to equity ratio* (DER). Hasil ini sesuai dengan penelitian

yang dilakukan oleh Indradjaja (2006) dan Chen & Strange (2005) yang menyatakan bahwa variabel pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Pertumbuhan penjualan yang berpengaruh tidak signifikan menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan penjualan dari periode ke periode yang sangat kecil sehingga tidak berpengaruh terhadap DER. Tanda yang dihasilkan penelitian ini memberikan tanda positif mengindikasikan bahwa dengan meningkatnya penjualan maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan. Dengan meningkatnya aktivitas operasional perusahaan diharapkan penjualan dan proyeksi laba juga meningkat. Hal ini akan berpengaruh langsung terhadap besar kecilnya modal sendiri. Modal sendiri yang terdiri dari saham biasa dan laba ditahan akan semakin besar seiring dengan bertambahnya laba operasi perusahaan, dan akan berdampak pada optimalisasi struktur modal perusahaan.

3. Variabel *Return On Assets* (ROA)

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 2,039 dan nilai signifikansi sebesar 0,043. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 atau 5 % maka terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel *return on assets* (ROA) terhadap *debt to equity ratio* (DER). Tanda yang dihasilkan penelitian ini memberikan tanda negatif dimana hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Abor (2008), Morri & Berreta (2008), Klapper & Tzioumis (2008), Shah & Khan (2007), Chen & Strange (2005), Pandey (2001), dan Sekar mayangsari (2001) yang menyatakan bahwa

variabel ROA memiliki hubungan negatif terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Brigham dan Houston (2001) juga mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Dengan alasan bahwa biaya dana internal lebih murah dibanding biaya dana eksternal.

4. Variabel *Retained Earning* (laba ditahan)

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 9,223 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 atau 5 % maka terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel *retained earning* (laba ditahan) terhadap *debt to equity ratio* (DER). Tanda yang dihasilkan yaitu negatif, hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh DeAngelo & Stulz (2004) yang menemukan bahwa *Retained Earning* (Laba Ditahan) mempunyai hubungan yang negatif terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Tanda yang negatif menunjukkan bahwa dengan meningkatnya persentase bagian laba yang ditetapkan sebagai laba ditahan, maka akan memperbesar modal sendiri dan akhirnya akan memperkecil struktur modal atau dapat dikatakan DER akan menjadi rendah karena perusahaan cenderung menggunakan sumber dana intern daripada menggunakan hutang.

5. Variabel *Size* (Ukuran Perusahaan)

Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 11,279 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05

atau 5 % maka terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel ukuran perusahaan (*size*) terhadap *debt to equity ratio* (DER). Tanda yang dihasilkan yaitu positif, hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sekar Mayangsari (2000), Pandey (2001), Wahidahwati (2002) dan Morri & Beretta (2008) yang menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh signifikan positif terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER). Hasil yang signifikan positif menunjukkan bahwa peningkatan pada ukuran perusahaan akan meningkatkan *debt to equity ratio* suatu perusahaan. Perusahaan yang besar dalam hal ini memiliki ukuran perusahaan yang tinggi cenderung memiliki keberanian untuk mengeluarkan saham baru guna memenuhi segala kebutuhan operasional, perusahaan kemungkinan besar akan memiliki hutang yang besar. Hal ini membuktikan bahwa assets yang dimiliki oleh perusahaan yang semakin tinggi, memiliki daya tarik bagi para investor untuk menanamkan dananya ke perusahaan.

4.2.3.3 Uji Ketepatan Perkiraan (*Goodness of Fit Test*)

Uji ketepatan perkiraan (*Goodness of Fit Test*) bertujuan untuk menguji tingkat keeratan atau keterkaitan antara variabel dependen dengan variabel independent yang dapat dilihat dari besarnya nilai koefisien determinasi (*Adjusted R-Square*). Berikut dalam tabel 4.27; 4.28 dan 4.29 akan disajikan hasil uji ketepatan perkiraan pada perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.

Tabel 4.27
Hasil uji ketepatan perkiraan
perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.700 ^a	.490	.458	.67343	1.824

a. Predictors: (Constant), SIZE, SG, ROA, CR, RE

b. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Dari tabel 4.27 diatas menunjukkan bahwa angka R sebesar 0,700 yang berarti bahwa korelasi atau hubungan antara variabel *debt to equity ratio* (DER) dengan kelima variabel independennya adalah kuat. Namun untuk jumlah variabel independen lebih dari dua, lebih baik digunakan *Adjusted R-Square*, dimana dari tabel diatas nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0,458. hal ini berarti bahwa 45,8 persen variasi dari *debt to equity ratio* bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel independen, sedangkan sisanya 54,2 persen dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain.

Tabel 4.28

Hasil uji ketepatan perkiraan

Perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.747 ^a	.559	.541	.47625	1.906

a. Predictors: (Constant), SIZE, CR, SG, ROA, RE

b. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Dari tabel 4.28 diatas menunjukkan bahwa angka R sebesar 0,747 yang berarti bahwa korelasi atau hubungan antara variabel *debt to equity ratio* (DER) dengan kelima variabel independennya adalah kuat. Namun untuk jumlah variabel independen lebih dari dua, lebih baik digunakan *Adjusted R-Square*, dimana dari

tabel diatas nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0,541. hal ini berarti bahwa 54,1 persen variasi dari *debt to equity ratio* bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel independen, sedangkan sisanya 45,9 persen dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain.

Tabel 4.29
Hasil uji ketepatan perkiraan
gabungan perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen
dan yang tidak dimiliki manajemen

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.690(a)	.477	.464	.58203	1.821

a Predictors: (Constant), SIZE, SG, ROA, CR, RE

b Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Dari tabel 4.29 diatas menunjukkan bahwa angka R sebesar 0,690 yang berarti bahwa korelasi atau hubungan antara variabel *debt to equity ratio* (DER) dengan kelima variabel independennya adalah kuat. Namun untuk jumlah variabel independen lebih dari dua, lebih baik digunakan *Adjusted R-Square*, dimana dari tabel diatas nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0,464. hal ini berarti bahwa 46,4 persen variasi dari *debt to equity ratio* bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel independen, sedangkan sisanya 53,6 persen dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain.

4.2.3.4 Chow Test

Chow test adalah alat untuk menguji *test for equality of coefficients* atau uji kesamaan koefisien (Ghozali, 2006). Untuk membedakan hasil regresi pada perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan

perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, maka digunakan model regresi chow test.

Untuk mengetahui nilai F test, dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut : (Ghozali, 2006)

$$F \text{ hitung} = \frac{(RSSr - RSSur)/k}{(RSSur)/(n1 + n2 - 2k)}$$

Nilai residual untuk perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen, perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen dan residual gabungan kedua kelompok tersebut dapat dilihat dalam tabel 4.30, tabel 4.31 dan tabel 4.32 berikut ini :

Tabel 4.30
Residual perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	34.022	5	6.804	15.004	.000 ^a
	Residual	35.374	78	.454		
	Total	69.396	83			

a. Predictors: (Constant), SIZE, SG, ROA, CR, RE

b. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Tabel 4.31
Residual perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	36.159	5	7.232	31.885	.000 ^a
	Residual	28.578	126	.227		
	Total	64.737	131			

a. Predictors: (Constant), SIZE, CR, SG, ROA, RE

b. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Tabel 4.32
Residual gabungan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	64.797	5	12.959	38.255	.000 ^a
	Residual	71.140	210	.339		
	Total	135.937	215			

a. Predictors: (Constant), SIZE, SG, ROA, CR, RE

b. Dependent Variable: DER

Sumber : Output SPSS

Berdasarkan tabel diatas didapat nilai residual untuk perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen (RSSur1) sebesar 35,374. Nilai residual untuk perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen (RSSur2) sebesar 28,578 dan nilai residual gabungan untuk perusahaan manufaktur yang sebagian sahamnya dimiliki manajemen dan perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen (RSSr) sebesar

71,140. Dengan jumlah n sebanyak 216 dan jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression* (k) sebesar 5 maka didapat perhitungan chow test sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{RSSur} &= \text{RSSur 1} + \text{RSSur 2} \\ &= 35,374 + 28,578 \\ &= 63,952 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{F hitung} &= \frac{(\text{RSSr} - \text{RSSur})/k}{(\text{RSSur})/(n1 + n2 - 2k)} \\ \text{F hitung} &= \frac{(71,140 - 63,952)/5}{(63,952)/206} = 4,631 \end{aligned}$$

Dari tabel F dengan df = 5 dan 206 tingkat signifikansi 0,05 didapat nilai F tabel 2,21. Oleh karena F hitung > F tabel sehingga H0 ditolak dan H6 diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan kebijakan pendanaan antara perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, sehingga hipotesis 6 (H6) diterima.

Sesuai dengan hasil output SPSS dapat diketahui hasil regresi dengan observasi kelompok perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dengan nilai F sebesar 15,004 dan nilai signifikansinya sebesar 0,000 dan hasil regresi observasi kelompok perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak dimiliki manajemen dengan nilai F sebesar 31,885 dan nilai signifikansinya sebesar 0,000 sehingga dapat dikatakan bahwa kedua model regresi tersebut bisa dipakai untuk memprediksi *debt to equity ratio* (DER) atau dengan kata lain

variabel *current ratio*, *sales growth*, ROA, *retained earning* dan *size* secara bersama-sama berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* / DER.

4.3 Pembahasan

Berdasarkan hasil pengujian regresi linier berganda pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen menunjukkan bahwa untuk variabel *current ratio*, *sales growth* (pertumbuhan penjualan) dan *size* (ukuran perusahaan) berpengaruh secara positif dengan *debt to equity ratio* (DER) dengan memiliki *unstandardizes coefficients* sebesar 0,04 untuk variabel *current ratio*, 0,323 untuk variabel *sales growth* (pertumbuhan penjualan) dan 0,790 untuk variabel *size* (ukuran perusahaan). Sedangkan untuk variabel ROA dan *retained earning* (laba ditahan) berpengaruh secara negatif dengan *debt to equity ratio* (DER) dengan memiliki *unstandardizes coefficients* sebesar – 0,030 untuk variabel ROA (*return on assets*) dan sebesar – 0,555 untuk variabel *retained earning* (laba ditahan).

Sedangkan hasil pengujian regresi linier berganda pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen menunjukkan bahwa untuk variabel *sales growth* (pertumbuhan penjualan) dan *size* (ukuran perusahaan) berpengaruh secara positif dengan *debt to equity ratio* (DER) dengan memiliki *unstandardizes coefficients* sebesar 0,110 untuk variabel *sales growth* (pertumbuhan penjualan) dan 0,544 untuk variabel *size* (ukuran perusahaan). Sedangkan untuk variabel *current ratio*, ROA dan *retained earning* (laba ditahan) berpengaruh secara negatif dengan *debt to equity ratio* (DER) dengan memiliki *unstandardizes coefficients* sebesar –0,038 untuk variabel *current ratio*, –0,003 untuk variabel

ROA (*return on assets*) dan sebesar $-0,401$ untuk variabel *retained earning* (laba ditahan).

Tabel 4.33
Ringkasan hasil uji t
perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan
yang tidak dimiliki manajemen

No	Variabel	Sebagian dimiliki manajemen		Tidak dimiliki manajemen		Gabungan	
		Sig	Hasil	Sig	Hasil	Sig	Hasil
1.	Current ratio	.372	Tdk sig (+)	.015	Sig (-)	.916	Tdk sig (+)
2	Sales growth	.345	Tdk sig (+)	.500	Tdk sig (+)	.402	Tdk sig (+)
3	ROA	.107	Tdk sig (-)	.563	Tdk sig (-)	.043	Sig (-)
4	Retained earning	.000	Sig (-)	.000	Sig (-)	.000	Sig (-)
5	Size	.000	Sig (+)	.000	Sig (+)	.000	Sig (+)

Sumber : Output SPSS

Dari hasil Uji t pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen menunjukkan bahwa hanya dua variabel yaitu *retained earning* (laba ditahan) dan *size* (ukuran perusahaan) yang memiliki nilai signifikansi jauh lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,000 yang berarti variabel *retained earning* (laba ditahan) dan *size* (ukuran perusahaan) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DER). Untuk variabel *retained earning* secara parsial berpengaruh signifikan negatif terhadap DER sedangkan variabel *size* (ukuran perusahaan) secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap DER. Sedangkan ketiga variabel lainnya yaitu *current ratio*, *sales growth* (pertumbuhan penjualan) dan ROA memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 sehingga secara parsial ketiga variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DER).

Hasil uji t pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen menunjukkan bahwa hanya tiga variabel yaitu *current ratio*, *retained earning* (laba ditahan) dan *size* (ukuran perusahaan) yang memiliki nilai signifikansi jauh lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,000 yang berarti variabel *current ratio*, *retained earning* dan *size* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DER). Untuk variabel *current ratio* dan *retained earning* secara parsial berpengaruh signifikan negatif terhadap DER, sedangkan variabel *size* secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap DER. Sedangkan kedua variabel lainnya yaitu *sales growth* dan ROA memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 sehingga secara parsial kedua variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap DER.

Kemudian hasil uji t pada gabungan perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen menunjukkan bahwa ada tiga variabel yaitu ROA, *retained earning* (laba ditahan), *size* (ukuran perusahaan) yang memiliki nilai signifikansi jauh lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,000 yang berarti variabel *retained earning* dan *size* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DER). Untuk variabel ROA dan *retained earning* secara parsial berpengaruh signifikan negatif terhadap DER sedangkan variabel *size* secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap DER. Sedangkan kedua variabel lainnya yaitu *current ratio* dan *sales growth* memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 sehingga secara parsial kedua variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap DER.

Sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sekar mayangsari (2000), Pandey (2001), Wahidahwati (2002) dan Morri & Berreta (2008) yang

menyatakan bahwa *size* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (DER). Hasil regresi pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen menunjukkan arah atau tanda yang sama dan berdasarkan tingkat signifikansi variabel *size* berpengaruh signifikan terhadap DER. Sehingga variabel *size* pada kategori perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen memiliki pengaruh yang sama yaitu signifikan positif sesuai dengan hipotesis yang dibangun diawal dan penelitian terdahulu.

Untuk keempat variabel yang lain yaitu *current ratio*, *sales growth*, ROA dan *retained earning* dinyatakan berpengaruh signifikan negatif oleh Kaaro (2000), Ozkan (2001), Sekar mayangsari (2001), Pandey (2001), Chen & Strange (2005), Shah & Khan (2007), Klapper & Tzoiumis (2008), Morri & Berreta (2008) dan Abor (2008). Hasil regresi pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen memberikan hasil yang sama yaitu hanya variabel *current ratio* dan *sales growth* yang memiliki arah atau tanda yang bertentangan dengan penelitian terdahulu dan hipotesis yang dibangun diawal dimana *current ratio* pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen memiliki tanda positif dan *sales growth* juga memiliki tanda positif. Jika dilihat dari tingkat signifikansi hanya variabel *retained earning* dan *current ratio* (pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen) yang menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap DER sedangkan *sales growth* dan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap DER.

Current ratio pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki oleh manajemen memberikan hasil yang tidak signifikan terhadap DER menunjukkan

bahwa naik turunnya likuiditas perusahaan sangat kecil sehingga tidak berpengaruh terhadap DER. Namun jika dilihat dari tanda yang dihasilkan yaitu tanda positif mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan yang tinggi untuk dapat segera mengembalikan hutang-hutangnya maka perusahaan bisa mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah besar. Oleh karena itu perusahaan dengan likuiditas yang tinggi akan dengan mudah mendapatkan dana dari pihak eksternal. Namun pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, variabel *current ratio* ternyata memberikan hasil yang bertentangan dengan perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen. Dimana memberikan hasil yang signifikan dan negatif. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dapat menggunakan asset yang likuid sebagai sumber pembiayaan perusahaan sehingga perusahaan tidak membutuhkan sumber pendanaan eksternal atau dapat dikatakan memiliki rasio hutang yang rendah. Perusahaan yang likuid juga tidak menjamin para investor akan tertarik untuk menanamkan dananya ke perusahaan walaupun perusahaan yang semakin likuid tersebut mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya dan bisa mendapatkan kepercayaan dari investor untuk menerbitkan hutang baru karena menurut Myers & Rajan (1998), biaya agensi dari likuiditas tinggi menyebabkan kreditur luar membatasi jumlah pembiayaan hutang yang tersedia bagi perusahaan.

Sales growth (pertumbuhan penjualan) pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen yang memberikan hasil yang sama yaitu tidak signifikan terhadap DER. Hal ini terjadi karena naik turunnya penjualan perusahaan dari periode ke periode sangat kecil sehingga tidak berpengaruh terhadap DER. Sedangkan tanda

yang dihasilkan dari penelitian ini yaitu tanda positif, mengindikasikan bahwa dengan meningkatnya penjualan maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan. Dengan meningkatnya aktivitas operasional perusahaan diharapkan penjualan dan proyeksi laba juga meningkat. Hal ini akan berpengaruh langsung terhadap besar kecilnya modal sendiri. Modal sendiri yang terdiri dari saham biasa dan laba ditahan akan semakin besar seiring dengan bertambahnya laba operasi perusahaan, dan akan berdampak pada optimalisasi struktur modal perusahaan

Return On Assets (ROA) pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen menunjukkan hasil tidak signifikan dan memberikan tanda negatif berarti naik turunnya *return on assets* (ROA) dari periode ke periode sangat kecil sehingga tidak berpengaruh terhadap DER. Sedangkan tanda yang negatif menunjukkan bahwa dengan meningkatnya ROA akan meningkatkan laba ditahan, sehingga komponen modal sendiri semakin meningkat. Dengan meningkatnya modal sendiri maka resiko hutang menjadi menurun (dengan asumsi hutang relatif tetap). Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan hutang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Perusahaan yang mempunyai keuntungan yang tinggi akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah dan sebaliknya.

Kemudian variabel *retained earning* (laba ditahan) memberikan hasil yang signifikan dan negatif pada kedua kategori perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen. Tanda negatif yang

sesuai penelitian terdahulu dan hipotesis yang dibangun diawal menunjukkan bahwa setiap perusahaan menginginkan adanya pertumbuhan modal (laba ditahan) disamping dapat membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Semakin tinggi tingkat dividen yang dibayarkan, berarti semakin kecil laba yang ditahan. Begitu juga sebaliknya apabila perusahaan menahan sebagian besar pendapatannya dalam perusahaan, maka bagian pendapatan yang tersedia untuk dibayarkan sebagai dividen akan semakin kecil. Dengan demikian semakin besar persentase bagian laba yang ditetapkan sebagai laba ditahan, akan memperkecil *dividen payout ratio* yang berarti akan memperbesar modal sendiri dan akhirnya akan memperkecil struktur modal (DER menjadi rendah) karena perusahaan cenderung menggunakan sumber dana intern daripada menggunakan hutang.

Sedangkan untuk ukuran perusahaan pada kedua kategori yaitu perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen memberikan hasil yang sesuai dengan penelitian terdahulu dan hipotesis yang dibangun diawal dimana memberikan hasil yang signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*). Peningkatan pada ukuran perusahaan akan meningkatkan *debt to equity ratio* suatu perusahaan. Perusahaan yang besar dalam hal ini memiliki ukuran perusahaan yang tinggi cenderung memiliki keberanian untuk mengeluarkan saham baru guna memenuhi segala kebutuhan operasional, perusahaan kemungkinan besar akan memiliki hutang yang besar. Hasil yang konsisten dengan penelitian terdahulu ini membuktikan bahwa assets yang dimiliki oleh perusahaan yang semakin tinggi memiliki daya tarik bagi para investor untuk menanamkan dananya ke perusahaan.

Berdasarkan pengujian chow test, didapat nilai F hitung sebesar 4,631 dimana lebih besar F tabel yaitu 2,21 sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh *current ratio*, *sales growth*, *return on assets*, *retained earning* dan *size* dalam mempengaruhi DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen. Perbedaan ini membuktikan bahwa masing – masing kategori memiliki kebijakan pendanaan yang berbeda dimana pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen kecenderungan memiliki proporsi hutang terhadap modal sendiri yang lebih kecil, sesuai dengan data keuangan tahun 2005-2007, sebesar 21,41 % daripada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen yang memiliki proporsi hutang terhadap modal sendiri sebesar 47,15 %. Sehingga resiko bisnis yang dihadapi perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen jauh lebih besar dari perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Simpulan

Penelitian yang berjudul “Analisis Pengaruh *Current Ratio*, *Sales Growth*, *Return On Asset*, *Retained Earning* dan *Size* Terhadap *Debt To Equity Ratio*” perbandingan perusahaan manufaktur yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2005-2007 merupakan studi empiris dengan menggunakan analisis regresi linier berganda yang bertujuan menganalisis pengaruh *current ratio*, *sales growth*, *return on asset*, *retained earning* dan *size* terhadap struktur modal dalam hal ini DER (*debt to equity ratio*), dimana diperoleh hasil penelitian sebagai berikut :

1. *Current ratio* tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen, sehingga hipotesis pertama (a) atau H1a **tidak diterima**.
2. *Sales growth* tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen, sehingga hipotesis kedua (a) atau (H2a) **tidak diterima**.
3. *Return On Asset* (ROA) tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen, sehingga hipotesis ketiga (a) atau (H3a) **tidak diterima**.
4. *Retained earning* berpengaruh signifikan negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen, sehingga hipotesis keempat (a) atau (H4a) **diterima**.

5. *Size* berpengaruh signifikan negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen, sehingga hipotesis kelima (a) atau (H5a) **diterima**.
6. *Current ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, sehingga hipotesis pertama (b) atau (H1b) **diterima**.
7. *Sales growth* tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, sehingga hipotesis kedua (b) atau (H2b) **tidak diterima**.
8. *Return On Asset (ROA)* tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, sehingga hipotesis ketiga (b) atau (H3b) **tidak diterima**.
9. *Retained earning* berpengaruh signifikan negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, sehingga hipotesis keempat (b) atau (H4b) **diterima**.
10. *Size* berpengaruh signifikan negatif terhadap DER pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, sehingga hipotesis kelima (b) atau (H5b) **diterima**.
11. Terdapat perbedaan pengaruh *current ratio*, *sales growth*, *return on asset*, *retained earning* dan *size* dalam mempengaruhi DER pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen. Sehingga hipotesis keenam atau (H6) **diterima**.

12. Besarnya *Adjusted R Square* pada perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen adalah 0,458 hal ini berarti bahwa 45,8 persen variasi dari *debt to equity ratio* bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel independen yakni *current ratio*, *sales growth*, *return on assets*, *retained earning* dan *size*. Sedangkan sisanya 54,2 persen dipengaruhi oleh faktor-faktor lain.
13. Besarnya *Adjusted R Square* pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen adalah 0,541 hal ini berarti bahwa 54,1 persen variasi dari *debt to equity ratio* bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel independen yakni *current ratio*, *sales growth*, *return on assets*, *retained earning* dan *size*. Sedangkan sisanya 45,9 persen dipengaruhi oleh faktor-faktor lain.

5.2 Implikasi Kebijakan

Dalam pengambilan kebijakan struktur modal, manajemen perusahaan (manajer) sebaiknya lebih memperhatikan variabel :

1. *Size* (ukuran perusahaan)

Perusahaan sangat membutuhkan dana yang besar untuk aktivitas operasional perusahaannya oleh karena itu ketika pertumbuhan internal tidak mampu didanai dari dana internal maka perusahaan harus berani mengambil resiko untuk mendapatkan sumber pendanaan dari eksternal berupa hutang jika hutang tidak mencukupi dapat menerbitkan saham baru dan menjadikan perusahaan berskala besar karena perusahaan yang besar

mudah menjadi daya tarik bagi investor untuk menanamkan dananya ke perusahaan

2. *Retained earning* (laba ditahan)

Dengan meningkatnya *retained earning* (laba ditahan) akan meningkatkan modal sendiri perusahaan. Modal sendiri yang meningkat maka perusahaan akan cenderung menggunakan sumber dana internal daripada menggunakan hutang sehingga DER akan mengalami penurunan. Oleh karena itu agar DER meningkat maka porsi laba ditahan harus dikurangi karena para investor akan lebih tertarik untuk menanamkan dananya kedalam perusahaan jika persentase bagian laba yang ditetapkan sebagai laba ditahan lebih kecil.

3. *Current ratio*

Dengan meningkatnya likuiditas (*current ratio*) akan menimbulkan biaya agensi dari likuiditas yang tinggi, biaya agensi yang tinggi ini akan menyebabkan kreditur luar membatasi jumlah pembiayaan hutang yang tersedia bagi perusahaan sehingga pendanaan eksternal berupa hutang akan berkurang dan akan menyebabkan DER mengalami penurunan.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan antara lain dalam penelitian ini memberikan hasil yang tidak konsisten dengan penelitian terdahulu dimana variabel *sales growth* dan *return on asset* menunjukkan pengaruh yang tidak

signifikan dan arah hubungan yang berbeda terutama pada variabel *sales growth*. kemudian penelitian ini hanya menggunakan data tahun 2005-2007 serta hanya membandingkan perusahaan manufaktur dengan dua kategori yaitu perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Dalam penelitian selanjutnya dalam menganalisis struktur modal perusahaan, akan lebih baik jika menggunakan tahun penelitian terbaru dan faktor fundamental lain sebagai *predictor* dalam mempengaruhi struktur modal (DER) seperti *operating leverage* sesuai dengan penelitian Sekar Mayangsari (2001); *dividen payout*, *assets earning volatility* dan *stock volatility* sesuai dengan penelitian Wahidahwati (2002); *share closely held* dan *number of shareholder* sesuai dengan penelitian Abor (2008); serta *tangibility*, *operational risk* dan *geographical diversification of investments* sesuai dengan penelitian Morri & Berreta (2008). Selain itu untuk penelitian mendatang perlu membedakan *insider ownership* menjadi tiga kategori sesuai penelitian Bagnani et.al (1994).

Daftar Referensi

- Abor, Joshua.2008. *Agency Theoretic Determinants of Debt Levels : Evidence From Ghana*. Review of Accounting and Finance. Vol.7 No.2 pp.183-192
- Al-Najjar, B & Taylor, P.2008. *The Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure*. Managerial Finance. Vol. 32 No.12 pp.919-933

- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar : Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia
- Aydin Ozkan. 2001. *Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target : Evidence from UK Company Panel Data*. Journal of Business Finance and Accounting. 28 (1) and (2). January/March
- Bagnani et.al. 1994. *Managers Owners and The Pricing of Risk Debt : An Empirical Analysis*. The Journal of Finance. Vol XLIX. June. Pp.453-475
- BEJ. 2008. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta.
- Brigham, Eugene F.1983. *Fundamentals of Financial Management*.Third Edition. Holt-Sounders Japan : The Dryden Press
- Brigham, Eugene F.2006, *Fundamentals of Financial Management Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku 2 Edisi 10.Salemba Empat
- Brigham,E.F & Gapenski,L.C.1996.*Intermediare Financial Management* .Fifth Edition-International Edition.The Dryden Press.
- Brigham,E.F.,Gapenski,L.C.,and P.R Daves.1999. *Intermediare Financial Management* .Sixth Edition-International Edition.The Dryden Press.
- Brigham,E.F and Joel F Houston.2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Delapan.Erlangga.
- Brigham,E.F and Joel F Houston.2006.*Dasar-dasar Manajemen Keuangan "Fundamentals of Finance Management"*.Buku dua. Edisi Sepuluh. Salemba Empat.
- Chen, Jian and Roger Strange. 2005. *The Determinants of Capital Structure Evidence From Chinese Listed Companies*. Economic Change and Restructuring. Pp 11-35
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo and Rene M Stulz. 2004. *Dividen Policy, Agency Cost and Earned Equity*. www.ssrn.com. June
- Ghozali,Imam.2006.*Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbit UNDIP, Semarang.
- Husnan, Suad. 1998.*Manajemen Keuangan: teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*.BPFE
- Husnan, Suad. 2001. *Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan : Perbandingan Kinerja Perusahaan dan Pemegang Saham*

Pengendalian Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional.
Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi. Vol.1 No.1 Feb : 1-12

- Husnan, Suad dan Pudjiastuti.2004.*Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Empat.UPP AMP YKPN. Yogyakarta
- Indradjaja, Hermansjah. 2006.*Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Struktur Modal (Perbandingan pada perusahaan manufaktur yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen dan yang tidak dimiliki oleh manajemen)*. Tesis yang tidak dipublikasikan, Program MM Undip, Semarang
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling.1976. *Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics. Pp.305-360
- Jogiyanto.1998.*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE UGM : Yogyakarta
- Kaaro, Hermeindito.2000. *Analisis Leverage dan Dividen Dalam Lingkungan Ketidakpastian : Pendekatan Pecking Order Theory dan Balancing Theory*.Simposium Nasional Akuntansi IV
- Keister, Lisa.A. 2004. *Capital Structure In Transition : The Transformation of Financial Strategies In China's Emerging Economy*. Organization Science. Vol.15 No.2 March-April pp.145-158
- Klapper, Leora and Konstantinos Tzioumis. 2008. *Taxation and Capital Structure : Evidence From A Transition Economy*. Policy Research Working Paper. October
- Mayangsari, Sekar. 2001. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan : Pengujian Pecking Order Hypothesis*. Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi. Vol.1 No.3 pp.1-26
- Margretha, Farah. 2003. *Tinjauan Persepsi Manajemen Terhadap Struktur Modal Perusahaan "Go Public"*. Media Riset Bisnis dan Manajemen, Vol.3, No.1, pp.98-115.
- Morri, Giamoco and Christian Beretta. 2008. *The Capital Structure Determinants of REITs. It is a Peculiar Industry?*. Journal of European Real Estate Research. Vol. 1 No. 1 pp. 6-57
- Mutamimah. 2003. *Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial Yang Go Public di Pasar Modal Indonesia*. Jurnal Bisnis Strategi. Vol.11. Juli
- Myers S. 1984. *The Capital Structure Puzzle*. Journal of Finance. 39;575-592

- Myers, S.C & Rajan, R.G.1998. *The Paradox of Liquidity*. Quarterly Journal of Economics, Vol.113 pp 733-71
- Pandey, I.M. 2001. *Capital Structure and The Firm Characteristic : Evidence From An Emerging Market*. Indian Institute of Management Ahmedabad (IIMA)
- Riyanto, Bambang.1995. *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*. Edisi keempat. BPFE. Yogyakarta
- Rusdin.2006.*Pasar Modal Teori, Masalah dan Kebijakan dalam Praktik*.Alfabeta. Bandung
- Saidi.2004.*Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Vol 11 No. 1, Hal 44-58.
- Santoso, Singgih.2004. *SPSS Statistik Parametrik*. Jakarta : Elex Media Komputindo
- Sujito, Agus E.2001. *Analisis variabel-variabel yang menggunakan struktur keuangan pada perusahaan manufaktur yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Ekonomi dan Manajemen.Vol 2.No 2.Hal125-138.
- Shah, Attaullah and Safiullah Khan. 2007. *Determinants of Capital Structure : Evidence From Pakistani Panel Data*. International Review of Business Research Paper. Vol.3 No. 4 Oktober.pp.265-282
- Titman,S dan R.Wessels.1988."*The Determinants of Capital Structure Choice*", Journal of Finance.43.hal1-19
- Van Horne,J.C.1995.*Financial Managament and Policy*.Edisi 10.New York. Prentice-Hall
- Van Horne,J.C., and John M. Wachowics,Jr.2001.*Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta
- Wahidahwati.2002.*Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif Theory Agency*. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol.5 No.1 Januari hal.1-16
- Weston, J.F dan Copeland,T.E.1997.*Manajemen Pendanaan*. Edisi 9.Bina Rupa Aksara. Jakarta

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Nama : Astiwi Indriani, SE
Tempat / tanggal lahir : Semarang, 1 September 1984
Agama : Islam
Alamat : Banyumanik Barat RT 01 RW 04 No.6 Semarang 50264
No.telp / HP : (024) 7474697 / 085641055707
Email : astiwi_i@yahoo.com

Pendidikan :

- 1991 - 1997 : SD Negeri Banyumanik 1 Semarang
- 1997– 2000 : SMP Negeri 21 Semarang
- 2000– 2003 : SMU Negeri 4 Semarang
- 2003– 2007 : Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang

