

**PENGARUH KONSENTRASI KEPEMILIKAN  
TERHADAP TINGKAT *LEVERAGE* DAN  
PERUBAHAN *LEVERAGE* PADA PENERBITAN  
SEKURITAS DAN KONDISI PASAR SAHAM**



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
Pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

**PRETTY BRILIAN YUSTIANA**

**NIM. 12030110120012**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2014**

## **PERSETUJUAN SKRIPSI**

Nama Penyusun : Pretty Brilian Yustiana

Nomor Induk Mahasiswa : 12030110120012

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Akuntansi

Judul Skripsi : **PENGARUH KONSENTRASI  
KEPEMILIKAN TERHADAP  
TINGKAT LEVERAGE DAN  
PERUBAHAN LEVERAGE  
PADA PENERBITAN  
SEKURITAS DAN KONDISI PASAR  
SAHAM**

Dosen Pembimbing : Prof. Drs. H. Arifin, M.Com. Hons, Ph.D., Akt.

Semarang, 2 April 2014

Dosen Pembimbing,

(Prof. Drs. H. Arifin, M.Com. Hons, Ph.D.,Akt.)

NIP. 196009091987031023

## **PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN**

Nama Penyusun : Pretty Brilian Yustiana  
Nomor Induk Mahasiswa : 12030110120012  
Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Akuntansi  
Judul Skripsi : **PENGARUH KONSENTRASI  
KEPEMILIKAN TERHADAP  
TINGKAT LEVERAGE DAN  
PERUBAHAN LEVERAGE  
PADA PENERBITAN  
SEKURITAS DAN KONDISI PASAR  
SAHAM**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal.....2014**

Tim Penguji

1. Prof.Dr.H.M Syafruddin,MSi,Akt (.....)

2. Dr.H.Agus Purwanto,M.Si,Akt (.....)

3. Drs.Daljono,M.Si,Akt (.....)

## **PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI**

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Pretty Brilian Yustiana, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Terhadap Tingkat Leverage dan Perubahan Leverage Pada Penerbitan Sekuritas dan Kondisi Pasar Saham, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 2 April 2014

Yang membuat pernyataan,

(Pretty Brilian Yustiana)

NIM : 12030110120012

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji adanya pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap tingkat leverage perusahaan. Penelitian ini juga menguji tentang pengaruh kepemilikan terhadap pengambilan keputusan pendanaan berdasarkan penerbitan sekuritas yang dilihat dari besaran perubahan leverage beserta analisisnya pada kondisi pasar saham yang berbeda. Dalam penelitian ini tingkat leverage menggunakan proksi *book leverage* dan *market leverage*. Sedangkan perubahan leverage menggunakan proksi *book change* dan *market change*.

Pengumpulan data dilakukan dengan metode *random sampling* terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada kurun waktu tahun 2010 sampai 2012. Sebanyak 108 perusahaan digunakan sebagai sampel penelitian dengan rincian 36 perusahaan tiap tahunnya. Metode analisis dari penelitian ini menggunakan regresi berganda.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan mempengaruhi tingkat leverage pada semua proksi. Sedangkan konsentrasi kepemilikan mempengaruhi perubahan leverage hanya pada perusahaan yang menerbitkan ekuitas. Konsentrasi kepemilikan tidak mempengaruhi keputusan pendanaan pada kondisi pasar saham yang berbeda.

Kata Kunci : Konsentrasi kepemilikan, leverage, kondisi pasar saham, penerbitan sekuritas

## **ABSTRACT**

*This study aims to examine the influence of ownership concentration on corporate leverage . The study also examines the effect of ownership on the funding decisions based on the issuance of securities to be seen from the magnitude of changes in leverage and analysis on different stock market conditions . In this study the level of leverage using a proxy book leverage and market leverage . While the leverage change using a proxy book change and market change .*

*Data was collected through random sampling method to the companies listed in Indonesia Stock Exchange in the period 2010 to 2012 . A total of 108 companies are used as a sample study with details of 36 companies each year . The method of analysis of this study using multiple regression .*

*The results showed that the concentration of ownership affect the level of leverage at all proxies . While ownership concentration affects leverage change only in the issued equity firms. The concentration of ownership does not affect funding decisions on different stock market conditions .*

*Keywords : Concentration of ownership, leverage, stock market conditions, issuance of securities*

## KATA PENGANTAR

Syukur Alhamdulillah, segala puji bagi Allah SWT yang senantiasa melimpahkan rahmat dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul: **“PENGARUH KONSENTRASI KEPEMILIKAN TERHADAP TINGKAT LEVERAGE DAN PERUBAHAN LEVERAGE PADA PENERBITAN SEKURITAS DAN KONDISI PASAR SAHAM”** sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1) Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.

Skripsi ini dapat terselesaikan berkat banyak pihak yang berperan memberikan bimbingan, arahan, saran dan kritik, serta semangat sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi tepat pada waktunya. Oleh karena itu, dengan kerendahan hati penulis menyampaikan terima kasih kepada:

1. Bapak Prof. Dr. H. Mohamad Nasir, M.Si., Akt., Ph.D, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah memberikan dedikasi kepada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
2. Bapak Prof. Dr. Muchamad Syafruddin, Msi., Akt, selaku Ketua Jurusan Akuntansi yang telah memberikan dedikasi kepada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro khususnya jurusan akuntansi serta telah meluangkan waktu untuk meberikan saran dalam penyelesaian skripsi ini.
3. Bapak Prof. Drs. H. Arifin, M.Com. Hons, Ph.D., Akt, selaku Dosen Pembimbing yang telah meluangkan waktu dalam memberikan bimbingan dan petunjuk dalam penyelesaian skripsi ini.

4. Bapak H. Tarmizi Achmad, MBA. Ph.D., Akt, selaku Dosen Wali yang telah memberikan arahan dan bimbingan dalam studi.
5. Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu pengetahuan kepada penulis selama menuntut ilmu di Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
6. Seluruh karyawan Tata Usaha Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro atas bantuan yang telah diberikan kepada penulis.
7. Kedua orang tuaku dan kakakku Etika, yang selalu dengan sabar mendampingi, memberikan semangat, memberikan saran dan doa kepada penulis.
8. Teman-temanku Fitri, Tya, Tika, Keken, Rina, Marlina, Netty, Shika, Tari, Fatima, Silvi, Gerin, Mokka, Kuni, Heru, Taufik, Alan, Dhani, Ibnu, Edy, Dimas, Tiara, Anaiza. Terima kasih atas waktu, saran, kritik dan bantuan kalian selama ini.
9. Teman-teman kos Anisa, Tika, Bunga, Bella, Rani, Yani, Grisna, Maya, Mbak Ratih. Terima kasih atas bantuan, saran dan kebersamaannya selama ini.
10. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, terima kasih telah membantu proses penulisan skripsi ini.

Penulis sadar bahwa penulisan skripsi ini masih jauh dari sempurna untuk itu saran dan kritik membangun sangat penulis harapkan untuk kesempurnaan penelitian ini. Penulis mohon maaf apabila dalam penulisan skripsi ini terdapat

kekurangan, mengingat keterbatasan pengetahuan penulis. Akhirnya penulis berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan.

Semarang, 2 April 2014

Penulis

Pretty Brilian Yustiana

## DAFTAR ISI

Halaman

HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN .....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI .....	iv
ABSTRAK.....	v
<i>ABSTRACT</i> .....	vi
KATA PENGANTAR .....	vii
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR GAMBAR .....	xvii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xviii
BAB 1 PENDAHULUAN .....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	5
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian .....	6
1.3.1 Tujuan Penelitian .....	7
1.3.2 Kegunaan Penelitian.....	8
1.4 Sistematika Penulisan .....	8
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA .....	10
2.1 Landasan Teori.....	10
2.1.1 Teori Agency .....	10
2.1.1.1 Konsentrasi Kepemilikan .....	10
2.1.2 Leverage Perusahaan .....	12
2.1.2.1 The Trade Off Theory.....	13
2.1.2.2 Pecking Order Theory.....	14

2.1.2.3	Modigliani and Miller's Theory .....	15
2.1.2.4	Teori Perimbangan Statis.....	15
2.1.3	Kondisi Pasar Saham .....	17
2.1.4	Profitabilitas.....	18
2.1.5	Ukuran Perusahaan.....	20
2.1.6	Peluang Pertumbuhan.....	20
2.1.7	Tangibility .....	22
2.1.8	Dividend Payout Ratio .....	22
2.1.9	Pajak.....	24
2.1.10	Penerbitan Sekuritas.....	25
2.2	Penelitian Terdahulu .....	26
2.3	Kerangka Penelitian .....	28
2.4	Pengembangan Hipotesis .....	30
2.4.1	Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Terhadap Leverage.....	30
2.4.2	Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Terhadap Perubahan Leverage Pada Penerbitan Sekuritas .....	31
2.4.3	Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Terhadap Perubahan Leverage Sesuai Kondisi Pasar Saham.....	32
<b>BAB 3 METODE PENELITIAN .....</b>		<b>34</b>
3.1	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel .....	34
3.1.1	Leverage.....	35
3.1.2	Konsentrasi Kepemilikan .....	36
3.1.3	Kondisi Pasar saham .....	36
3.1.4	Profitabilitas .....	37
3.1.5	Ukuran Perusahaan.....	38
3.1.6	Peluang Pertumbuhan.....	38
3.1.7	Tangibility .....	39
3.1.8	Dividend Payout Ratio .....	39



Perusahaan Konsentrasi Tinggi .....	78
4.2.3.1.3 Hasil uji Regresi dengan Sampel	
Perusahaan Konsentrasi Menengah .....	83
4.2.3.2 Hasil Uji Hipotesis 2.....	87
4.2.3.2.1 Hasil Uji Regresi Berdasarkan	
Perusahaan Penerbit Ekuitas.....	88
4.2.3.2.2 Hasil Uji regresi Berdasarkan	
Perusahaan Penerbit Utang .....	93
4.2.3.3 Hasil Uji Hipotesis 3.....	98
4.3 Interpretasi Hasil.....	102
BAB 5 PENUTUP .....	112
5.1 Kesimpulan .....	112
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	113
5.3 Saran .....	113
DAFTAR PUSTAKA .....	114
LAMPIRAN.....	117

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Ringkasan Penelitian terdahulu.....	27
Tabel 3.1	Riangkalan Definisi Variabel dan Cara Pengukuran.....	41
Tabel 3.2	Populasi dan Sampel Penelitian.....	43
Tabel 4.1	Statistik Deskriptif.....	54
Tabel 4.2	Hasil Uji Multikolinieritas.....	65
Tabel 4.3	Hasil Uji Autokorelasi Proksi Book Leverage.....	69
Tabel 4.4	Hasil Uji Autokorelasi Proksi Market Leverage.....	70
Tabel 4.5	Hasil Uji Autokorelasi Proksi Book Change.....	70
Tabel 4.6	Hasil Uji Autokorelasi Proksi Market Change.....	71
Tabel 4.7	Hasil Uji Autokorelasi Proksi Book Change.....	71
Tabel 4.8	Hasil Uji Autokorelasi Proksi Market Change.....	72
Tabel 4.9	Hasil Uji Koefisien Determinasi.....	73
Tabel 4.10	Hasil Uji Signifikansi Simultan.....	74
Tabel 4.11	Hasil Uji Parsial.....	75
Tabel 4.12	Hasil Uji Koefisien Determinasi.....	76
Tabel 4.13	Hasil Uji Signifikansi Simultan.....	76
Tabel 4.14	Hasil Uji Parsial.....	77
Tabel 4.15	Hasil Uji Koefisien Determinasi.....	78
Tabel 4.16	Hasil Uji Signifikansi Simultan.....	79
Tabel 4.17	Hasil Uji Parsial.....	80
Tabel 4.18	Hasil Uji Koefisien Determinasi.....	81

Tabel 4.19 Hasil Uji Signifikansi Simultan .....	81
Tabel 4.20 Hasil Uji Parsial .....	82
Tabel 4.21 Hasil Uji Koefisien Determinasi .....	83
Tabel 4.22 Hasil Uji Signifikansi Simultan .....	83
Tabel 4.23 Hasil Uji Parsial .....	84
Tabel 4.24 Hasil Uji Koefisien Determinasi .....	85
Tabel 4.25 Hasil Uji Signifikansi Simultan .....	85
Tabel 4.26 Hasil Uji Parsial .....	86
Tabel 4.27 Hasil Uji Koefisien Determinasi .....	88
Tabel 4.28 Hasil Uji Signifikansi Simultan .....	89
Tabel 4.29 Hasil Uji Parsial .....	90
Tabel 4.30 Hasil Uji Koefisien Determinasi .....	91
Tabel 4.31 Hasil Uji Signifikansi Simultan .....	91
Tabel 4.32 Hasil Uji Parsial .....	92
Tabel 4.33 Hasil Uji Koefisien Determinasi .....	93
Tabel 4.34 Hasil Uji Signifikansi Simultan .....	94
Tabel 4.35 Hasil Uji Parsial .....	95
Tabel 4.36 Hasil Uji Koefisien Determinasi .....	95
Tabel 4.37 Hasil Uji Signifikansi Simultan .....	96
Tabel 4.38 Hasil Uji Parsial .....	97
Tabel 4.39 Hasil Uji Koefisien Determinasi .....	98
Tabel 4.40 Hasil Uji Signifikansi Simultan .....	99
Tabel 4.41 Hasil Uji Parsial .....	100

Tabel 4.42 Hasil Uji Koefisien Determinasi .....	100
Tabel 4.43 Hasil Uji Signifikansi Simultan .....	101
Tabel 4.44 Hasil Uji Parsial .....	102

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Model Kerangka Pemikiran .....	30
Gambar 4.1 Grafik Histogram dengan Proksi Book Leverage .....	60
Gambar 4.2 Normal P-Plot of Regression dengan Proksi Book Leverage .....	60
Gambar 4.3 Grafik Histogram dengan Proksi Market Leverage .....	61
Gambar 4.4 Normal P-Plot of Regression dengan Proksi Market Leverage .....	61
Gambar 4.5 Grafik Histogram dengan Proksi Book Change .....	62
Gambar 4.6 Normal P-Plot of Regression dengan Proksi Book Change.....	63
Gambar 4.7 Grafik Histogram dengan Proksi Market Change .....	63
Gambar 4.8 Normal P-Plot of Regression dengan Proksi Market Change.....	64
Gambar 4.9 Grafik Scatterplot dengan Proksi Book Leverage.....	66
Gambar 4.10 Grafik Scatterplot dengan Proksi Market Leverage .....	67
Gambar 4.11 Grafik Scatterplot dengan Proksi Book Change .....	68
Gambar 4.12 Grafik Scatterplot dengan Proksi Market Change.....	68

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A	Daftar Sampel Seluruh Perusahaan .....	117
Lampiran B	Data Seluruh Perusahaan .....	120
Lampiran C	Data Perusahaan Konsentrasi Kepemilikan Tinggi .....	125
Lampiran D	Data Perusahaan Konsentrasi Kepemilikan Menengah .....	129
Lampiran E	Data Perusahaan Penerbit Ekuitas.....	131
Lampiran F	Data Perusahaan Penerbit Utang (Obligasi).....	136
Lampiran G	Data Price Earning Ratio .....	138

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Tujuan perusahaan dalam jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan kemakmuran bagi para pemegang saham, sehingga para pemegang saham akan menginvestasikan modalnya kepada perusahaan tersebut. Harga saham yang tinggi menunjukkan bahwa nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi ini akan menunjukkan bahwa kinerja perusahaan adalah baik. Kinerja mengacu pada tingkat keberhasilan dalam melaksanakan tugas serta kemampuan untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan. Kinerja dinyatakan baik dan sukses jika tujuan yang diinginkan dapat tercapai dengan baik.

Dalam proses mencapai tujuan perusahaan, seringkali terjadi konflik antara pemegang saham (pemilik) dengan manajer (agen). Konflik ini terjadi karena perbedaan kepentingan antara pemilik dan pengelola perusahaan karena masing-masing pihak ingin memaksimalkan keuntungan pribadinya.

Untuk mengurangi konflik keagenan tersebut, kedua pihak manajer dan pemegang saham menanggung kos keagenan (*agency cost*) yang jumlahnya cukup besar. Kos keagenan meliputi biaya untuk melakukan pengawasan oleh pemegang saham (pemilik) untuk membatasi aktivitas manajer (agen) yang berbeda dengan kepentingan pemilik. Untuk mengurangi kos keagenan ini terdapat beberapa

alternatif yang dapat dilakukan, salah satunya yaitu dengan menggunakan pendanaan melalui *debt* atau utang (Jensen and Meckling, 1986 dalam Yohana dan Warnida).

Banyak penelitian yang menguji hubungan antara kepemilikan dengan tingkat *leverage* yang tidak mempertimbangkan faktor konsentrasi kepemilikan atau ukuran tersebar nya kepemilikan saham tersebut. Sehingga tidak memperhatikan adanya kontrol yang besar dari pemegang saham mayoritas yang dapat mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan.

Pada perusahaan yang struktur kepemilikannya terkonsentrasi, pemegang saham memiliki hak kontrol yang tinggi terhadap perusahaan, sehingga konflik keagenan akan berkurang, karena dalam hal ini manajemen telah menjadi bagian dari perusahaan yang seluruh kegiatannya dibawah pengawasan pemegang saham. Sesuai dengan teori keagenan seharusnya utang perusahaan dapat diturunkan sampai tingkat terendah. Akan tetapi disisi lain, utang memiliki manfaat lain seperti penghematan pajak dan peningkatan *earning per share* perusahaan (*trading on equity theory*).

Grossman dan Hart (dalam Guo et.al 2010) menyatakan bahwa para pemegang saham dengan jumlah saham besar dapat memperoleh manfaat internal dari pemantauan mereka. Selain itu, pemegang saham besar biasanya menolak risiko, sehingga mereka dapat menghindari melakukan investasi dengan premi risiko yang tinggi (Demsetz dan Lehn, 1985 dalam Guo et.al 2010). Sebaliknya, pemegang saham diversifikasi lebih tertarik melakukan proyek-proyek berisiko

dengan *ekspektasi* return tinggi dengan mengorbankan kekayaan pemegang obligasi (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Guo et.al 2010). Hal ini karena pemegang saham diversifikasi dapat memperoleh kelebihan pengembalian jika investasi tersebut berhasil, sedangkan kreditur menanggung biaya kegagalan. Akibatnya, kreditur menuntut biaya utang yang lebih tinggi.

Pemegang saham besar atau pemegang saham block memiliki banyak insentif untuk memantau tata kelola perusahaan guna menyelaraskan kepentingan manajemen dengan kepentingan mereka, sehingga konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham dapat dihindari. Tujuan dari manajer adalah untuk mempertahankan kelangsungan hidup dalam perusahaan, sehingga mengurangi tingkat utang karena tingkat utang yang terlalu tinggi dapat menyebabkan biaya kebangkrutan yang tinggi pula. Oleh karena itu perusahaan dengan tingkat block holder yang tinggi diharapkan memiliki rasio *leverage* yang lebih rendah, karena manajer mengejar kepentingan mereka sendiri untuk mengurangi tingkat utang di struktur modal.

Struktur modal memiliki peranan penting bagi perusahaan secara keseluruhan, karena dengan adanya struktur modal maka suatu perusahaan dapat menilai kinerja perusahaan serta mampu mengambil keputusan-keputusan penting untuk mengembangkan perusahaannya. Untuk mengembangkan bisnis dari tahun ke tahun, perusahaan memerlukan tambahan modal guna menunjang segala aktivitas operasionalnya. Oleh karena itu perusahaan memiliki beberapa alternatif saat membutuhkan tambahan modal untuk pengembangan usahanya. Salah satu alternatifnya adalah dengan melakukan penerbitan sekuritas ekuitas dan utang

atau obligasi. Penerbitan sekuritas ekuitas, atau lebih dikenal dengan istilah *go public* yaitu proses sebuah perusahaan menjadi perusahaan terbuka (sahamnya bisa dimiliki oleh public) beserta produk derivatifnya. Sedangkan obligasi merupakan surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut.

Menurut *market timing theory*, perusahaan menyeimbangkan pengaruh mereka di pasar saham pada periode yang berbeda dimana perusahaan akan menerbitkan ekuitas pada saat market value tinggi dan akan membeli kembali ekuitas tersebut pada saat market value rendah. Penelitian sebelumnya (Welch, 2004 dalam Guo et.al, 2010) mengatakan bahwa rasio leverage perusahaan akan mengalami perubahan signifikan akibat dari perubahan harga saham. Selain itu return saham dapat menjelaskan 40% dari variasi dalam perubahan rasio utang perusahaan.

Agar keputusan pendanaan oleh manajer dapat menguntungkan semua pihak, maka manajemen harus mempertimbangkan berbagai faktor-faktor baik internal maupun eksternal perusahaan seperti tingkat profitabilitas, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, dividen, tingkat pajak, dan tingkat kredit.

Penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Guo *et al* (2010), yang membedakan adalah penelitian ini lebih memfokuskan pada kepemilikan dan tingkat hutang pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selain itu sampel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini yaitu

hanya perusahaan manufaktur saja. Hal ini dikarenakan perusahaan manufaktur memiliki tingkat kompleksitas yang lebih tinggi dibandingkan dengan jenis perusahaan lainnya. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Guo *et.al* (2010) menggunakan populasi perusahaan di United Kingdom (UK) yang terdaftar pada Thomson DataStream dan Thomson One Banker.

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan bahwa leverage dapat dipengaruhi oleh konsentrasi kepemilikan, profitabilitas, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, dividen, tingkat pajak, dan kondisi pasar saham yang merupakan factor eksternal perusahaan. Berdasarkan variabel di atas maka perlu dilakukan penelitian tentang **“Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Terhadap Tingkat Leverage dan Perubahan Leverage Pada Penerbitan Sekuritas dan Kondisi Pasar Saham”**.

Penelitian mengenai topik ini penting dilakukan karena di Indonesia belum banyak penelitian mengenai interaksi konsentrasi kepemilikan saham dengan kondisi pasar saham yang dikaitkan dengan tingkat leverage maupun perubahannya.

## **1.2 Rumusan Masalah**

Konflik keagenan yang muncul antara manajer dengan pemegang saham dapat menurunkan nilai perusahaan. Oleh sebab itu untuk mengatasi konflik keagenan diperlukan cara untuk meminimumkan *agency conflict* yaitu dengan menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham (Breda dan Elden, 2001). Dengan adanya kepemilikan saham oleh pemegang saham tersebut maka

perilaku *opportunistic* manajer dapat ditekan karena manajer merupakan bagian dari pemegang saham dan adanya pengawasan dari pihak luar, sehingga kinerja manajer dapat ditingkatkan dan berimbas pada meningkatnya nilai perusahaan (Tendi Haruman, 2008).

Besarnya konsentrasi kepemilikan oleh pemegang saham di perusahaan menunjukkan seberapa besar kontrol yang dimiliki oleh pemilik dalam mengendalikan manajer dan perusahaan. Kontrol inilah yang kemudian mempengaruhi manajer dalam membuat keputusan pendanaan perusahaan dari tahun ke tahun.

Dalam memilih alternatif pendanaan tersebut, perusahaan harus mempertimbangkan bagaimana cara untuk menciptakan kombinasi yang menguntungkan antara penggunaan sumber dana dari modal sendiri dengan dana yang berasal dari hutang atau eksternal, karena proporsi hutang perusahaan tersebut berdampak pada tingkat *leverage* perusahaan. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang terlalu tinggi dapat memperbesar peluang bahwa perusahaan akan kesulitan memenuhi kewajibannya.

Disisi lain hutang juga dapat meningkatkan *earning per share*. Tingginya *earning per share* mengindikasikan bahwa nilai perusahaan juga tinggi sehingga berdampak pada kemakmuran pemegang saham itu sendiri. Oleh karena itu kondisi pasar saham juga harus dipertimbangkan ketika manajer mengambil keputusan pembiayaan. Ketika kondisi pasar saham sedang menunjukkan tren naik (*uptrend* atau *bullish*) maka perusahaan akan cenderung menerbitkan saham dan sebaliknya ketika kondisi pasar saham menunjukkan tren menurun

(*downtrend* atau *bearish*) maka perusahaan cenderung menerbitkan obligasi. kondisi pasar saham ini secara otomatis akan mempengaruhi proporsi utang perusahaan pula. Oleh karena itu tingkat *leverage* perusahaan juga akan mengalami perubahan pada tahun ke tahun bergantung pada tren pasar yang sedang terjadi.

Masalah yang akan dikaji dalam penelitian ini adalah mengenai pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap tingkat *leverage* perusahaan dan perubahannya, maka berdasar uraian di atas permasalahan yang akan diteliti adalah :

1. Apakah konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan?
2. Apakah konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap perubahan *leverage* pada perusahaan yang menerbitkan obligasi?
3. Apakah kondisi pasar saham mempengaruhi hubungan antara konsentrasi kepemilikan dan perubahan *leverage*?

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

#### **1.3.1 Tujuan Penelitian**

Berdasarkan uraian masalah di atas, maka penelitian ini memiliki tujuan memperoleh bukti empiris terhadap :

1. Pengujian pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap tingkat *leverage* perusahaan.
2. Pengujian konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap perubahan *leverage* pada perusahaan yang menerbitkan obligasi.

3. Pengujian kondisi pasar saham dalam mempengaruhi keputusan perubahan *leverage* perusahaan.

### **1.3.2 Kegunaan Penelitian**

Dari hasil penelitian yang dilakukan diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Menyediakan informasi yang berkaitan dengan konsentrasi kepemilikan, *leverage* perusahaan, dan factor-faktor yang dapat dijadikan pertimbangan oleh manajer dalam mengambil keputusan khususnya yang berkaitan dengan penggunaan hutang sebagai sumber modal.
2. Diharapkan dapat memberi manfaat kontribusi dalam pengembangan teori, terutama yang berkaitan dengan keputusan keuangan khususnya dalam hal keputusan pendanaan perusahaan.
3. Bagi masyarakat diharapkan dapat memberikan informasi mengenai penanaman modal atau investasi dalam perusahaan.

### **1.4 Sistematika Penulisan**

Penelitian ini dibagi menjadi lima bagian. Bab I adalah pendahuluan yang berisi tentang latar belakang masalah yang mengemukakan tentang peran konsentrasi kepemilikan dalam suatu perusahaan khususnya dalam pengambilan keputusan struktur modal perusahaan. Selanjutnya, bagian ini juga menjelaskan mengenai perumusan masalah, tujuan serta kegunaan penelitian.

Bab II adalah tinjauan pustaka, yang berisi tentang teori-teori dan penelitian terdahulu yang melandasi penelitian ini. Teori yang digunakan dalam penelitian ini

adalah teori *Agency*, teori *Pecking Order*, teori Modigliani dan Miller, teori Perimbangan Statis dan teori *Market Timing*. Selain itu dalam dalam Bab II ini dijelaskan mengenai konsentrasi kepemilikan, leverage, dan berbagai factor internal dan eksternal yang dapat mempengaruhinya. Berdasarkan teori dan permasalahan yang ada akan membentuk kerangka pemikiran dari penelitian ini.

Bab III adalah metode penelitian, dimana menjelaskan tentang variable variabel yang digunakan dalam penelitian, metode pengumpulan data, jenis data, dan metode analisis data untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan dari awal penelitian.

Bab IV adalah hasil dan pembahasan berisikan pokok dari penelitian yang mencakup deskripsi objek penelitian dan analisis data, serta pembahasan.

Bab V adalah penutup yang memaparkan kesimpulan peneliti yang diperoleh dari penelitian yang telah dilakukan. Selain itu juga disertakan saran sekaligus implikasi untuk penelitian selanjutnya.

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu**

##### **2.1.1 Teori Agency**

Prinsip utama dari teori keagenan ini adalah menyatakan bahwa ada hubungan kerja antara pihak yang memberikan wewenang yaitu investor (pemegang saham atau pemilik) dengan pihak yang menerima wewenang yaitu agen (manajer). Menurut teori ini hubungan antara investor dengan manajer akan sulit tercipta karena adanya benturan kepentingan di antara keduanya.

Dalam teori keagenan, hubungan agensi muncul ketika investor mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada manajer. Hubungan antara investor dan manajer dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information*) karena manajer berada pada posisi mengetahui informasi yang lebih banyak mengenai perusahaan daripada investor (pemilik) sehingga manajer cenderung menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui pemilik untuk memaksimalkan kepentingan pribadi.

##### **2.1.1.1 Konsentrasi Kepemilikan Perusahaan**

Struktur kepemilikan dalam suatu perusahaan akan memiliki motivasi yang berbeda dalam hal mengawasi atau memonitor perusahaan serta manajemen dan dewan direksinya. Adanya perbedaan ukuran sebaran kepemilikan dari saham-

saham yang terdaftar di bursa saham perusahaan yang biasa disebut konsentrasi kepemilikan juga dapat menimbulkan perbedaan hak suara diantara pemegang saham mayoritas, pemegang saham minoritas pihak manajemen sehingga dapat menimbulkan konflik.

Kepemilikan dikatakan terkonsentrasi jika sebagian besar saham dimiliki oleh sebagian kecil individu atau kelompok sehingga pemegang saham tersebut memiliki jumlah saham yang relative dominan dibandingkan pemegang saham lainnya. Sedangkan kepemilikan dikatakan terdiversifikasi apabila saham perusahaan dimiliki oleh banyak pemegang saham dengan jumlah saham yang relative sama sehingga tidak ada pemegang saham yang dominan terhadap pemegang saham lainnya karena memiliki kontrol yang sama besar. Dengan demikian terkonsentrasinya kepemilikan perusahaan akan menimbulkan kontrol pada pemilik saham mayoritas dan bisa mempengaruhi kebijakan manajemen melalui hak suara.

Faisal, S.E., M.Si., MA mengatakan bahwa pemegang saham mayoritas cenderung meningkatkan kemakmurannya sendiri dengan melakukan tindakan *entrenchment* (tindakan pemegang saham pengendali yang dilindungi oleh hak kontrolnya untuk melakukan ekspropriasi) atau *expropriation* (tindakan menggunakan hak control untuk memaksimalkan kesejahteraan pribadi dari kekayaan pihak lain ) dan menikmati manfaat privat dari kontrol yang dimilikinya dan merugikan pemegang saham minoritas. Adanya konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, ini akan ditangkap oleh pasar dan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Karena itu, diperlukan suatu

mekanisme pengendalian untuk meminimumkan konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dalam perusahaan sehingga berdampak positif bagi nilai perusahaan.

### **2.1.2 Leverage Perusahaan**

Leverage dalam pengertian bisnis mengacu pada penggunaan asset dan sumber dana oleh perusahaan dimana dalam penggunaan aset atau dana tersebut perusahaan harus mengeluarkan biaya tetap atau beban tetap. Penggunaan asset (aktiva) atau dana tersebut pada akhirnya dimaksudkan untuk meningkatkan keuntungan potensial bagi pemegang saham. Jadi leverage dapat di artikan sebagai penggunaan aktiva atau dana di mana untuk menggunakan dana tersebut perusahaan harus menutupi biaya tetap atau beban tetap. Leverage dalam pengertian bisnis mengacu pada penggunaan asset dan sumber (Yuniarti, 2012).

Dalam suatu perusahaan di kenal dua macam leverage, yaitu leverage operasi (operating leverage) dan leverage keuangan (financial leverage). Penggunaan kedua leverage ini dengan tujuan agar keuntungan yang di peroleh lebih besar dari pada biaya asset dan sumber dananya. Dengan demikian penggunaan leverage akan meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham. Dan sebaliknya leverage dapat meningkatkan risiko keuntungan. Jika perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetap maka penggunaan leverage akan menurunkan keuntungan pemegang saham.

Terdapat beberapa teori struktur modal yaitu:

1. The trade off theory
2. Pecking order theory
3. Modigliani and Miller's theory – The effect of taxes
4. Teori Perimbangan Statis

#### **2.1.2.1 The Trade Off Theory**

Menurut trade-off theory yang diungkapkan oleh Myers (2001) dalam Setiawan (2011) bahwa perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (tax shields) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (financial distress). Biaya kesulitan keuangan (Financial distress) adalah biaya kebangkrutan (bankruptcy costs) atau reorganization, dan biaya keagenan (agency costs) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan.

Trade-off theory dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (agency costs) dan biaya kesulitan keuangan (financial distress) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan symmetric information sebagai imbalan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (tax shields) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (costs of financial distress). Trade-off theory mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka trade-off antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha

mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak.

Kesimpulannya adalah penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru menurunkan nilai perusahaan (Hartono, 2003 dalam Fenandar, 2012).

#### **2.1.2.2 Pecking Order Theory**

Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Dalam pecking order theory ini tidak terdapat struktur modal yang optimal (Myers, 1984 dalam Setiawan, 2011). Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dana. Skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu :

- a. Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- b. Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas hybrid seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.

- c. Terdapat kebijakan deviden yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran deviden yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.
- d. Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan deviden yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia.

Pecking order theory tidak mengindikasikan target struktur modal. Pecking order theory menjelaskan urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Pecking order theory ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil.

#### **2.1.2.3 Modigliani and Miller's Theory – The Effect of Taxes**

Teori ini mengatakan bahwa pembayaran bunga dapat mengurangi pajak perusahaan sehingga pemilihan pembiayaan melalui hutang adalah lebih baik. Selain itu pengenaan pajak yang rendah pada penerbitan saham berbanding dengan pajak pada hutang menyebabkan rendahnya imbal hasil yang diinginkan oleh para pemegang saham sehingga pembiayaan melalui penerbitan saham adalah lebih baik.

#### **2.1.2.4 Teori Perimbangan Statis**

Teori pengembangan statis merupakan pengembangan dari teori MM (Modigliani-Miller). Utang memiliki manfaat dan biaya. Utang menguntungkan perusahaan karena pembayaran bunga, tidak seperti pembayaran dividen, diperhitungkan sebagai biaya dan mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga jumlah pajak yang dibayarkan berkurang. Dari sisi pajak, akan lebih menguntungkan apabila perusahaan membiayai investasinya dengan utang.

Sisi positif lain utang adalah utang menurunkan biaya keagenan (agency cost) ekuitas. Penggunaan utang akan mendisiplinkan manajer untuk tidak sembarangan menggunakan kas dan harta perusahaan untuk kepentingannya. Pengawasan oleh kreditur jauh lebih ketat dan efektif daripada pengawasan para pemegang saham di luar perusahaan dengan informasi yang relatif terbatas. Karena itu, peningkatan utang menguntungkan pemegang saham.

Terlepas dari sisi positifnya, utang juga memiliki beberapa sisi negative. Utang dapat meningkatkan peluang kebangkrutan suatu perusahaan. Apabila utang terlalu besar, peluang tak mampu membayar bunga dan cicilan utang menjadi besar. Utang yang berlebihan juga akan meningkatkan biaya keagenan utang atau menaikkan risiko kreditor karena membuat pemegang saham memiliki sedikit kepentingan dengan aset perusahaan. Dengan demikian, ada perimbangan antara manfaat pajak dan menurunnya biaya keagenan ekuitas di satu sisi dan biaya tekanan finansial dan meningkatnya biaya keagenan utang di sisi lain.

Sampai pada titik tertentu (titik optimal), penambahan utang meningkatkan nilai perusahaan karena manfaat pengurangan pajak dan pengurangan biaya keagenan ekuitas masih mendominasi biaya tekanan finansial dan peningkatan

biaya keagenan utang. Melampaui titik optimal ini, penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan.

### 2.1.3 Kondisi Pasar Saham

Perusahaan-perusahaan akan menerbitkan ekuitas pada saat market value tinggi dan akan membeli kembali ekuitas tersebut pada saat market value rendah. Praktik inilah yang kemudian disebut sebagai *equity market timing* (Baker dan Wurgler, 2002 dalam Guo et.all, 2010).

Jones dalam Tandelilin (2001:261) dalam Warjianto (2005) mendefinisikan pasar *bullish* sebagai suatu kecenderungan pergerakan naik (*upward trend*) yang terjadi di pasar modal. Hal ini ditandai dengan kecenderungan peningkatan harga-harga saham (indeks pasar) yang mampu menembus nilai di atas harga (indeks pasar) sebelumnya, ataupun kalau ada penurunan harga tidak sampai melewati batas harga (indeks) terbawah yang terjadi sebelumnya. Sedangkan istilah pasar *bearish* diartikan sebaliknya, yaitu kecenderungan pergerakan turun (*downward trend*) yang terjadi di pasar modal. Indikasinya adalah jika harga (indeks) baru gagal menembus batas tertinggi harga sebelumnya, atau jika penurunan harga (indeks) yang terjadi mampu menembus batas bawah harga (indeks) yang terjadi sebelumnya.

Dalam kondisi pasar saham *bullish*, harga saham mengalami kenaikan, sehingga secara logika berdasarkan *pecking order theory* (menggunakan modal sendiri terlebih dahulu baru kemudian berhutang) ketika perusahaan sedang membutuhkan dana bagi aktivitasnya maka perusahaan akan cenderung

mengambil kebijakan untuk menjual saham dengan harapan akan mengurangi tingkat utangnya. Sebaliknya dalam kondisi pasar bearish dimana harga saham akan mengalami penurunan, maka perusahaan akan cenderung untuk membeli kembali sahamnya dan meningkatkan tingkat utang.

#### **2.1.4 Profitabilitas**

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dari aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan selama satu periode akuntansi. Para investor menanamkan saham pada perusahaan untuk mendapatkan *return*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor, sehingga menjadikan nilai perusahaan menjadi lebih baik.

Profitabilitas mengacu pada seberapa optimal perusahaan dapat menghasilkan keuntungan dari penggunaan modal yang ada baik modal yang berasal dari internal (ekuitas) maupun modal yang berasal dari eksternal (hutang). Keuntungan perusahaan ini dapat dilihat dari kegiatan operasional perusahaan seperti penjualan yang terjadi selama satu periode.

Menurut penelitian Jensen (1986) dalam Guo et.al (2010), perusahaan yang lebih menguntungkan tidak hanya memiliki biaya yang lebih rendah dari kebangkrutan dan kesulitan keuangan tetapi juga memiliki manajemen yang efisien. Teori pecking order menunjukkan bahwa perusahaan harus memilih arus kas internal sebagai pilihan pertama untuk pembiayaan perusahaan lalu kemudian

menggunakan pembiayaan eksternal sebagai pilihan terakhir apabila perusahaan membutuhkan banyak modal.

Menurut Munawar (1995) ada beberapa faktor yang mempengaruhi profitabilitas perusahaan, yaitu :

a. Jenis Perusahaan

Profitabilitas perusahaan akan bergantung pada jenis perusahaan. Jika perusahaan menjual barang konsumsi atau jasa biasanya akan memiliki keuntungan yang stabil dibandingkan dengan perusahaan yang memproduksi barang-barang modal.

b. Umur Perusahaan

Sebuah perusahaan yang telah lama berdiri akan lebih stabil bila dibandingkan dengan perusahaan yang baru berdiri. Umur perusahaan ini adalah umur sejak berdirinya perusahaan hingga perusahaan tersebut masih mampu menjalankan operasinya.

c. Skala Perusahaan

Jika skala ekonominya lebih tinggi, berarti perusahaan dapat menghasilkan produk dengan biaya yang rendah. Tingkat biaya rendah tersebut merupakan cara untuk memperoleh laba yang diinginkan.

d. Harga Produksi

Perusahaan yang biaya produksinya relatif lebih murah akan memiliki keuntungan yang lebih baik dan stabil daripada perusahaan yang biaya produksinya tinggi.

e. Habitat Bisnis

Perusahaan yang bahan produksinya dibeli atas dasar kebiasaan (*habitual basis*) akan memperoleh kebutuhan lebih stabil dari pada *non habitual basis*.

f. Produk yang Dihasilkan

Perusahaan yang bahan produksinya berhubungan dengan kebutuhan pokok biasanya penghasilan perusahaan tersebut akan lebih stabil daripada perusahaan yang memproduksi barang modal.

### **2.1.5 Ukuran Perusahaan**

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan dan rata-rata total aktiva. Jadi, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan.

Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar memiliki akses yang lebih besar untuk mendapat sumber pendanaan dari berbagai sumber, sehingga untuk memperoleh pinjaman dari krediturpun akan lebih mudah karena perusahaan dengan ukuran besar memiliki probabilitas lebih besar untuk memenangkan persaingan atau bertahan dalam industri. Di sisi lain, perusahaan dengan skala kecil lebih fleksibel dalam menghadapi ketidakpastian, karena perusahaan kecil lebih cepat bereaksi terhadap perubahan yang mendadak. Oleh karena itu, memungkinkan perusahaan besar tingkat *leveragenya* akan lebih besar dari perusahaan yang berukuran kecil.

### **2.1.6 Peluang Pertumbuhan**

Peluang pertumbuhan merupakan suatu perkiraan dalam menghitung pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dapat direfleksikan dari pertumbuhan penjualan dalam satu periode. Perusahaan yang berada pada pertumbuhan penjualan yang tinggi membutuhkan dukungan sumber daya organisasi (modal) yang semakin besar, demikian juga sebaliknya, pada perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah kebutuhan terhadap sumber daya organisasi (modal) juga semakin kecil. Jadi konsep tingkat pertumbuhan penjualan tersebut memiliki hubungan yang positif, tetapi implikasi tersebut dapat memberikan efek yang berbeda terhadap struktur modal yaitu dalam penentuan jenis modal yang akan digunakan.

Apabila perusahaan dihadapkan pada kebutuhan dana yang semakin meningkat akibat pertumbuhan penjualan, dan dana dari sumber intern sudah digunakan semua, maka tidak ada pilihan lain bagi perusahaan untuk menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan, baik hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru.

Suatu perusahaan yang besar yang sahamnya tersebar sangat luas, setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau tergesernya pengendalian dari pihak yang dominan terhadap perusahaan bersangkutan. Sebaliknya, perusahaan yang kecil, dimana sahamnya tersebar hanya di lingkungan kecil, penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan (Salaf, 2010 dalam Permanasari, 2012).

Dengan demikian, maka perusahaan yang besar akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhan untuk membiayai pertumbuhan penjualan dibandingkan dengan perusahaan yang kecil.

### **2.1.7 Tangibility**

Perusahaan yang memiliki asset berwujud lebih tinggi atau lebih besar nilainya akan memiliki kesempatan untuk melakukan pendanaan eksternal yaitu utang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki nilai asset berwujud yang lebih rendah (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Guo et.all, 2010). Hal ini disebabkan karena ketika perusahaan menggunakan utang sebagai sumber dananya, perusahaan dapat menggunakan asset berwujud tersebut sebagai jaminan atas utangnya. Selain itu ketika perusahaan menghadapi situasi kebangkrutan, maka asset yang berwujud tersebut akan memiliki nilai pasaryang lebih tinggi bila dibandingkan dengan asset yang tidak berwujud.

### **2.1.8 Dividen Payout Ratio**

Dividen adalah pembagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham yang sebanding dengan jumlah lembar yang dimilikinya di perusahaan tersebut. Biasanya dividen dibagikan dengan interval waktu yang tetap, tetapi kadang-kadang diadakan pembagian dividen tambahan pada waktu yang bukan biasanya. Deviden akan diterima oleh pemegang saham hanya apabila perusahaan menghasilkan cukup uang untuk membagi deviden tersebut dan apabila dewan direksi menganggap layak bagi perusahaan untuk mengumumkan deviden. Deviden merupakan hak pemegang saham ( *common stock*), untuk mendapatkan

bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan membagi keuntungan dalam bentuk deviden semua pemegang saham mendapatkan haknya yang sama. Namun pembagian deviden untuk pemegang saham preferen lebih diutamakan dari pembagian deviden pemegang saham biasa.

Menurut teori efisiensi pasar, rasio pembayaran deviden merupakan factor yang dianggap memiliki dampak negative terhadap leverage perusahaan. Perusahaan dengan rasio pembayaran deviden yang tinggi lebih menyukai untuk menerbitkan banyak hutang daripada perusahaan yang memiliki rasio pembayaran deviden yang rendah, karena tariff pajak capital gain efektif lebih rendah daripada tariff pajak deviden.

Pendapatan yang diharapkan oleh pemegang saham adalah pendapatan yang dihasilkan dari pembagian deviden, dimana badan usaha menyerahkan sebagian labanya, untuk kepentingan kesejahteraan pemegang saham.

Nilai perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan membayar deviden. Besarnya deviden ini dapat mempengaruhi harga saham. Apabila deviden yang dibayarkan tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi, sebaliknya, jika deviden yang dibayarkan kecil, maka harga saham perusahaan tersebut juga rendah. Kemampuan membayar deviden erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar deviden juga besar. Oleh karena itu, dengan deviden yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan.

### 2.1.9 Pajak

Pengaruh pajak terhadap leverage dapat dilihat dari tingkat pajak dan non-debt tax shield. Non debt tax shields sebagai penentu struktur modal bukan dari hutang, berupa pembebanan biaya depresiasi dan amortisasi terhadap laba dan rugi. Depresiasi dan amortisasi sebagai pendorong bagi perusahaan untuk mengurangi hutang, karena depresiasi dan amortisasi merupakan cash flow sebagai sumber modal dari dalam perusahaan sehingga dapat mengurangi pendanaan dari hutang.

*Non tax shields* adalah variabel penentu kebijakan struktur modal dan tidak berhubungan dengan pengurang pajak penghasilan, karena non tax shield bukan sebagai pengurang pendapatan dalam laporan laba dan rugi yang dapat mengurangi pajak penghasilan. *Non tax shields* walaupun bukan merupakan insentif untuk menarik hutang akan tetapi diperhitungkan sebagai penentu kebijakan struktur modal perusahaan seperti variabel-variabel: struktur aktiva, pertumbuhan perusahaan, keunikan, ukuran perusahaan, risiko bisnis, profitabilitas.

Berdasarkan teori *trade off* menyatakan bahwa perusahaan akan memperpanjang jumlah utang untuk mengambil keuntungan dari pelindung pajak bunga yang lebih besar. Pelindung pajak merupakan pengurangan penyusutan (dan potongan-potongan serupa lainnya yang tidak merupakan biaya-biaya kas ketika dipotong. Tujuannya adalah untuk melindungi jumlah laba dari beban pajak.

### 2.1.10 Penerbitan Sekuritas

Sekuritas atau [efek](#) adalah dokumen berupa sertifikat (warkat) fisik atau elektronik yang dapat diperjualbelikan, yang menunjukkan bahwa seseorang memiliki sebagian kepemilikan atas atau piutang kepada perusahaan. Sekuritas dapat berupa [saham](#) atau [obligasi](#).

Saham adalah surat berharga yang merupakan tanda kepemilikan seseorang atau badan terhadap suatu perusahaan. Pengertian saham ini artinya adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas atau yang biasa disebut emiten. Saham menyatakan bahwa pemilik saham tersebut adalah juga pemilik sebagian dari perusahaan itu. Dengan demikian kalau seorang [investor membeli saham](#), maka ia pun menjadi pemilik atau pemegang saham perusahaan. Sedangkan obligasi merupakan surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut.

Berdasarkan pecking order theory terdapat dua kemungkinan kebijakan perusahaan berkaitan dengan penerbitan ekuitas menurut kondisi pasar, yaitu:

#### 1. *Strong form market*

Dalam pasar bentuk kuat, perusahaan tidak akan pernah menerbitkan saham, hanya menggunakan pembiayaan internal dan debt.

## 2. *Semi strong form market* atau *weak form market*

Dalam bentuk ini memungkinkan penerbitan saham pada level tertentu.

### 2.2 Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa peneliti yang menjadikan leverage sebagai objek yang mereka teliti, diantaranya adalah :

- a. Guo *et al* (2010) dengan penelitian yang menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap tingkat leverage perusahaan dan perubahannya yang terjadi khususnya pada sekuritas yang beredar. Selain itu penelitian Guo *et al* juga meneliti pengaruh kepemilikan tersebut pada pilihan perusahaan dalam hal utang atau ekuitas yang bervariasi sesuai kondisi pasar saham yang berbeda. Factor-faktor lain yang juga dapat mempengaruhi leverage juga diuji dalam penelitian ini seperti profitabilitas, peluang pertumbuhan, ukuran perusahaan, tangibilitas, dividen, pajak, credit rating dan kondisi pasar saham.
- b. Eshvara (2011) dengan penelitian menganalisis factor-faktor yang mempengaruhi leverage pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan variable tangibilitas asset tetap, peluang pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas sebagai factor yang mempengaruhi leverage perusahaan.
- c. Erkaningrum (2008) dengan penelitian analisis terhadap factor-faktor yang menentukan financial leverage dalam struktur modal. Penelitian ini menggunakan berbagai variable yang diperkirakan menentukan leverage

keuangan perusahaan, yaitu rasio pembayaran dividen, investasi, profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur asset dan variabilitas earning.

**Table 2.1**

**Ringkasan Penelitian Terdahulu**

Peneliti	Variabel Penelitian	Topik Penelitian	Hasil
Guo et al. (2010)	<p><b>Dependen :</b> Leverage perusahaan, perubahan leverage</p> <p><b>Independen :</b> Konsentrasi kepemilikan, profitabilitas, peluang pertumbuhan, ukuran perusahaan, tangibilitas, dividen, pajak, credit rating dan kondisi pasar saham.</p>	Pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap tingkat leverage dan perubahannya khususnya pada sekuritas beredar dengan mempertimbangkan factor kondisi pasar saham.	Konsentrasi kepemilikan memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat leverage perusahaan. Untuk perusahaan dengan kepemilikan tersebar dampaknya positif tetapi tidak berdampak pada perusahaan yang memiliki konsentrasi di atas 25%. Dampak profitabilitas, peluang pertumbuhan, dividend an tangibilitas adalah negative dan signifikan. Sedangkan dampak ukuran perusahaan, rasio Mb dan <i>tax shield</i> adalah positif dan signifikan
Eshvara (2011)	<p><b>Dependen :</b> Leverage</p> <p><b>Independen :</b> tangibilitas asset tetap, peluang pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas</p>	Analisis factor-faktor yang mempengaruhi leverage pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia.	Aktiva tetap dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>leverage</i> , kesempatan pertumbuhan berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage</i> , sedangkan tingkat keuntungan berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>leverage</i> .
Erkaningrum (2008)	<p><b>Dependen :</b> Financial leverage</p> <p><b>Independen :</b> rasio pembayaran dividen, investasi, profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur asset dan variabilitas earning.</p>	Analisis terhadap factor-faktor yang menentukan financial leverage dalam struktur modal	Rasio pembayaran dividen, profitabilitas dan variabilitas earning memiliki dampak negative dan signifikan terhadap leverage keuangan. Sedangkan ukuran perusahaan dan struktur asset memiliki dampak positif dan signifikan terhadap financial leverage. Untuk variable investasi hasil yang diperoleh yaitu tidak signifikan terhadap financial leverage.

## 2.2 Kerangka Penelitian

Nilai perusahaan merupakan gambaran seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memberikan keuntungan bagi investornya yang tercermin dari harga saham . Untuk mengoptimalkan nilai perusahaan, manajer harus membuat keputusan apakah perusahaan akan menggunakan hutang atau modal sendiri dalam pembiayaan perusahaannya.

Konsentrasi kepemilikan secara teoritis mempunyai hubungan dengan *leverage*. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah utang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik.

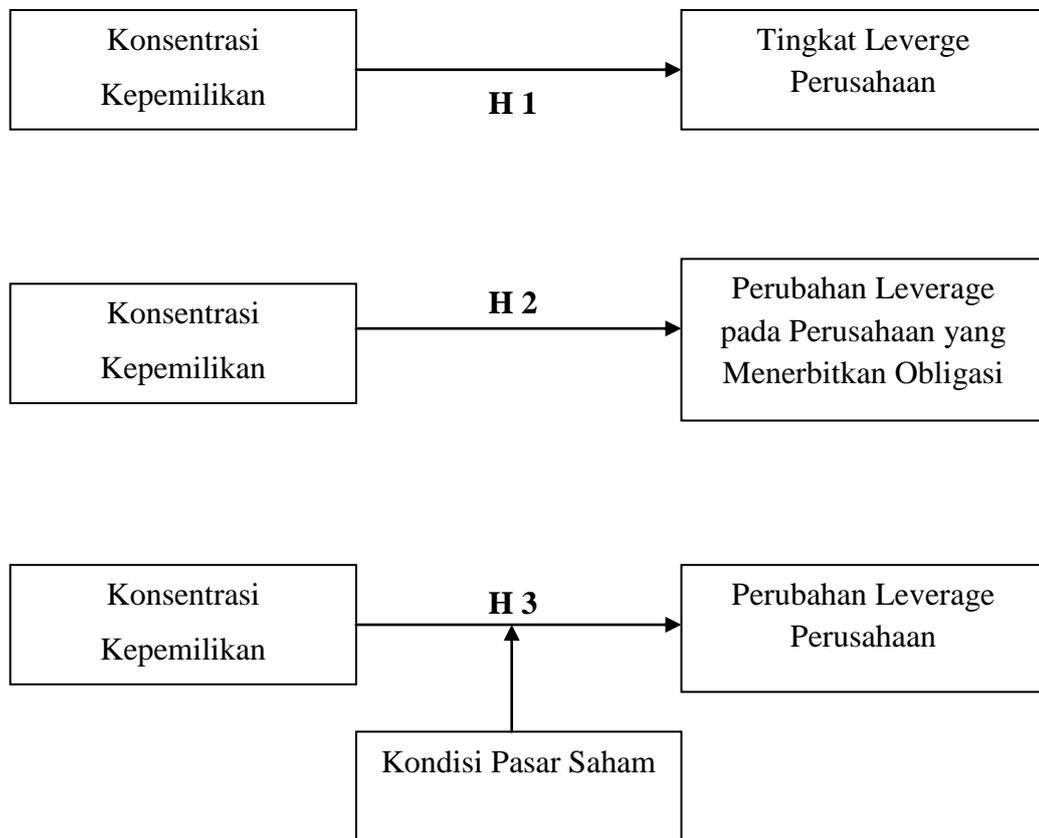
*Financial distress* merupakan suatu kondisi dimana perusahaan mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajibannya kepada kreditur. Hal ini dapat terjadi ketika perusahaan menggunakan proporsi hutang yang lebih besar daripada ekuitas sebagai sumber modalnya sehingga mengakibatkan rasio leveragenya juga tinggi. Besarnya rasio leverage perusahaan bergantung dari keputusan pendanaan oleh manajer.

Adapun mengenai keputusan pendanaan di suatu perusahaan, manajer akan menggunakan berbagai pertimbangan untuk menentukan besaran proporsi ekuitas maupun hutangnya. Untuk menentukan proporsi hutang maupun ekuitasnya, manajer dapat melihat kondisi internal. Kondisi internal ini mencakup

profitabilitas, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, keterwujudan asset, dan rasio pembayaran dividen. Selain dari sisi internal, keputusan manajer juga bergantung pada kondisi pasar saham yang sedang terjadi. Para manajer akan mempertimbangkan kondisi pasar saham ini untuk mengambil keputusan terkait dengan kapan perusahaan akan menerbitkan ekuitasnya atau kapan perusahaan akan membeli kembali ekuitasnya. Dengan pengambilan keputusan pendanaan yang tepat maka hal ini juga akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Dari penjelasan tersebut, maka dapat dibuat kaitan antara konsentrasi kepemilikan, dan berbagai factor internal terhadap leverage perusahaan dengan kerangka pemikiran sebagai berikut:

**Gambar 2.1 Model Kerangka Penelitian**



## **2.2 Pengembangan Hipotesis**

### **2.3.1 Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan terhadap Leverage**

Dalam teori agensi, perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat menimbulkan konflik yang biasa disebut sebagai masalah agensi atau *agency problem*. Untuk mengurangi konflik keagenan tersebut akan timbul kos yang disebut kos keagenan. Untuk mengurangi kos keagenan, salah satunya adalah dengan melakukan pendanaan dari utang.

Shleiver dan Vishny (1997) dalam Yohana dan Warnida mengatakan bahwa dalam perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, dimana terjadi

keselarasan kepentingan antara pemilik dengan menejer, karena biasanya pemilik mayoritas akan menempatkan orang-orang yang memiliki hubungan atau mengenal mereka dalam manajemen perusahaan, sehingga dapat dikatakan tidak terjadi konflik keagenan. Sesuai dengan teori keagenan seharusnya utang perusahaan dapat diturunkan sampai tingkat terendah. Tetapi dengan utang ada manfaat lain yang diperoleh perusahaan, seperti penghematan pajak dan peningkatan *earning per share* perusahaan (*trading on equity theory*). Dengan demikian, ada suatu pertimbangan struktur modal yang optimal dalam memutuskan kebijakan pendanaan dari utang.

H 1 : konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap tingkat leverage perusahaan

#### **2.4.2 Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan terhadap Perubahan Leverage pada Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi**

Konsentrasi kepemilikan menunjukkan suatu ukuran sejauh mana sebaran kepemilikan dari saham-saham yang terdaftar di bursa saham perusahaan. konsentrasi kepemilikan yang tinggi menandakan kontrol yang kuat dari pemegang saham. Adanya kontrol atau pengendalian ini akan menentukan langkah perusahaan terutama manajemen untuk mengambil keputusan apakah akan menerbitkan saham atau menerbitkan utang yang biasanya berupa obligasi pada setiap tahunnya. Berdasarkan teori di atas, dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H 2 : Konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap perubahan leverage pada perusahaan yang menerbitkan obligasi

### **2.4.3 Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan terhadap Perubahan Leverage sesuai Kondisi Pasar Saham yang berbeda**

Menerbitkan saham merupakan salah satu pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk pendanaan perusahaan. Pada sisi yang lain, saham merupakan instrument investasi yang banyak dipilih para investor karena saham mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik. Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas asset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Di pasar sekunder atau dalam aktivitas perdagangan saham sehari-hari, harga-harga saham mengalami fluktuasi baik berupa kenaikan maupun penurunan. Pembentukan harga saham terjadi karena adanya permintaan dan penawaran atas saham tersebut. Permintaan dan penawaran tersebut terjadi karena adanya banyak faktor, baik yang sifatnya spesifik atas saham tersebut (kinerja perusahaan dan industri dimana perusahaan tersebut bergerak) maupun faktor yang sifatnya makro seperti tingkat suku bunga, inflasi, nilai tukar dan faktor-faktor non ekonomi seperti kondisi sosial dan politik, dan faktor lainnya.

Menurut teori market timing perusahaan akan menerbitkan ekuitas pada saat market value tinggi dan akan membeli kembali ekuitas tersebut pada saat

market value rendah. Oleh karena itu kondisi pasar saham ini tentu akan mempengaruhi tingkat utang perusahaan.

H 3 : Kondisi pasar saham mempengaruhi hubungan antara konsentrasi kepemilikan dengan perubahan leverage perusahaan.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel**

Penelitian ini menggunakan berbagai variabel yang diperkirakan dapat mempengaruhi tingkat leverage perusahaan beserta perubahannya. Variabel dibedakan menjadi menjadi 3 jenis yaitu :

a. Variabel Dependen

Variabel dependen (terikat) merupakan variabel yang dipengaruhi atau menjadi akibat, karena adanya variabel independen (bebas).

Dalam penelitian ini yang termasuk variabel dependen adalah leverage perusahaan dan perubahan leverage.

b. Variabel Independen

Variabel independen (bebas) merupakan variabel yang menjadi sebab timbulnya atau berubahnya variabel dependen (terikat), sehingga variabel independen dapat dikatakan sebagai variabel yang mempengaruhi.

Dalam penelitian ini yang termasuk dalam variabel independen adalah konsentrasi kepemilikan dan kondisi pasar saham.

Selain itu terdapat variabel lain yang turut mempengaruhi leverage yaitu :

profitabilitas, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, dividen, tingkat pajak.

### 3.1.1 Leverage

Menurut Bringham dan Houston, leverage atau pengungkit keuangan merupakan suatu ukuran mengenai perbandingan seberapa besar perusahaan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan untuk melakukan aktivitas operasi perusahaan dalam suatu periode akuntansi.

Menurut Guo *et al* (2010), tingkat leverage dapat didefinisikan melalui dua cara. Cara pertama dengan mengukur *book leverage*. *Book Leverage* diukur menggunakan *book debt* dibagi dengan total asset. *Book debt* merupakan total asset yang dikurangi dengan *book equity*, sedangkan *book equity* itu sendiri didefinisikan sebagai total asset dikurangi total liabilitas kemudian ditambah pajak tangguhan dan kredit pajak investasi dikurangi saham preferred.

Cara kedua yang digunakan untuk mengukur tingkat leverage yaitu *market leverage*. *Market leverage* atau leverage pasar diukur dengan membagi *book debt* dengan nilai pasar (market value). *Market value* didefinisikan sebagai total liabilitas dikurangi pajak tangguhan dan investasi kredit, kemudian ditambah dengan *preferred stock* dan *market equity*. Sedangkan untuk *market equity* didefinisikan sebagai saham biasa yang beredar dikalikan dengan harga saham.

Perubahan leverage dapat diukur dengan cara membandingkan antara tingkat leverage perusahaan pada suatu periode dengan periode sebelumnya. Untuk mengetahui besaran perubahan leverage perusahaan ini maka digunakan dua cara yaitu *book change* dan *market change*.

### **3.1.2 Konsentrasi Kepemilikan**

Konsentrasi kepemilikan merupakan suatu ukuran sejauh mana sebaran kepemilikan dari saham-saham yang terdaftar di bursa saham perusahaan. Berdasarkan sebarannya, kepemilikan dibedakan atas dua jenis yaitu kepemilikan terkonsentrasi dan kepemilikan terdiversifikasi.

Suatu kepemilikan dikatakan terkonsentrasi jika sebagian besar saham dimiliki oleh sebagian kecil individu atau kelompok sehingga pemegang saham tersebut memiliki jumlah saham yang relative dominan dibandingkan pemegang saham lainnya. Sedangkan kepemilikan dikatakan terdiversifikasi apabila saham perusahaan dimiliki oleh banyak pemegang saham dengan jumlah saham yang relative sama sehingga tidak ada pemegang saham yang dominan terhadap pemegang saham lainnya karena memiliki kontrol yang sama besar.

Dalam penelitian ini, OC (*Ownership Concentration*) digunakan untuk mengukur konsentrasi kepemilikan dimana *block holder* didefinisikan sebagai pemilik yang memiliki saham diatas 5% dari saham perusahaan. Untuk itu kepemilikan saham diklasifikasikan ke dalam tiga rentangan yaitu :

- a. Konsentrasi rendah dengan kepemilikan saham 0% sampai 25%
- b. Konsentrasi menengah atau sedang dengan kepemilikan saham 25% sampai 50%
- c. Konsentrasi tinggi dengan kepemilikan saham diatas 50%

### **3.1.3 Kondisi Pasar Saham**

Kondisi pasar saham merupakan suatu kondisi yang terjadi dalam pasar yang mengatur perdagangan saham. Kondisi pasar saham diukur dengan menggunakan price earning ratio (P/E Ratio).

Price earning ratio merupakan perbandingan antara harga saham dengan laba bersih perusahaan. Semakin besar nilai rasio PER sebuah sama maka semakin mahal harga saham.

#### **3.1.4 Profitabilitas**

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dari aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan selama satu periode akuntansi. John (2005) mengatakan bahwa rasio profitabilitas merupakan perbandingan antara laba perusahaan dengan investasi atau ekuitas yang digunakan untuk memperoleh laba tersebut. Rasio profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan semakin tinggi efisiensi perusahaan tersebut dalam memanfaatkan fasilitas perusahaan.

Pada penelitian ini, profitabilitas perusahaan diukur dengan menggunakan EBITDA. EBITDA menurut definisi adalah Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization atau laba bersih yang ditambahkan kembali dengan beban bunga, pajak, depresiasi dan amortisasi. Pendapatan dan beban bunga, sebagaimana juga beban pajak, dikeluarkan dari perhitungan EBITDA untuk lebih memfokuskan sisi kinerja operasional perusahaan, dan bukan pada biaya atau laba di luar operasi perusahaan (Yasmi, 2007). Demikian juga dengan

depresiasi dan amortisasi. Beban tetap ini termasuk beban yang bersifat non kas, karena perusahaan sesungguhnya tidak mengeluarkan uang sepeserpun untuk biaya tersebut. Depresiasi hanya merupakan praktek akuntansi untuk mengalokasikan pembelian aktiva tetap menjadi biaya sepanjang umur manfaatnya. Sama pula halnya dengan amortisasi goodwill, yang timbul dari transaksi akuisisi perusahaan lain dimana lebih besar harga perolehannya dibanding nilai buku.

### **3.1.5 Ukuran Perusahaan**

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan dan rata-rata total aktiva. Jadi, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan.

Dalam penelitian ini ukuran perusahaan mengacu pada indikator total penjualan perusahaan dalam satu periode akuntansi sehingga pengukuran yang dapat dilakukan yaitu dengan menghitung *log of total sales*.

### **3.1.6 Peluang Pertumbuhan**

Peluang pertumbuhan merupakan suatu perkiraan dalam menghitung pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dapat direfleksikan dari pertumbuhan penjualan dalam satu periode. Perusahaan yang berada pada pertumbuhan penjualan yang tinggi membutuhkan modal yang semakin besar,

demikian juga sebaliknya, pada perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah kebutuhan terhadap modal juga semakin kecil.

Peluang pertumbuhan dapat diukur menggunakan pertumbuhan penjualan. Pertumbuhan penjualan diukur dengan perubahan *log of total asset*.

### **3.1.7 Tangibility**

Tangibilitas aset menggambarkan seberapa besar perbandingan antara aset tetap terhadap total aset perusahaan. Menurut PSAK 16 aset tetap didefinisikan sebagai aset berwujud yang :

- a. Dimiliki untuk digunakan dalam produksi atau penyediaan barang atau jasa untuk direntalkan kepada pihak lain, atau untuk tujuan administratif dan ;
- b. Diharapkan dapat digunakan untuk lebih dari satu periode

Sedangkan total aset merupakan jumlah keseluruhan total aset perusahaan baik yang berwujud maupun yang tidak berwujud. Untuk penelitian ini, tangibility akan diukur dengan membandingkan jumlah aset tetapnya dengan jumlah total aset.

### **3.1.8 Dividen Payout Ratio**

Dividen adalah pembagian keuntungan dari laba bersih yang dihasilkan perusahaan dalam periode tertentu kepada para pemegang saham yang berhak setelah sebelumnya harus melalui persetujuan RUPS terlebih dahulu.

Sedangkan rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, atau rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham.

### 3.1.9 Pajak

Menurut Departemen Keuangan, pajak merupakan kontribusi wajib kepada negara yang terutang oleh orang pribadi atau badan yang bersifat memaksa berdasarkan Undang-Undang, dengan tidak mendapatkan imbalan secara langsung dan digunakan untuk keperluan negara bagi sebesar-besarnya kemakmuran rakyat.

Efek pajak terhadap tingkat leverage di suatu perusahaan dapat diukur menggunakan dua variable yaitu *tax rate* (tingkat pajak) dan *non-debt tax shield*. Tingkat pajak atau *tax rate* diukur menggunakan rasio perbandingan antara pajak yang dibayarkan dengan laba sebelum pajak. Sedangkan *non debt tax shields* sebagai penentu struktur modal bukan dari hutang, berupa pembebanan biaya depresiasi dan amortisasi terhadap laba dan rugi. Depresiasi dan amortisasi sebagai pendorong bagi perusahaan untuk mengurangi hutang, karena depresiasi dan amortisasi merupakan cash flow sebagai sumber modal dari dalam perusahaan sehingga dapat mengurangi pendanaan dari hutang. Sehingga *non-debt tax shield* dapat diukur menggunakan perbandingan antara depresiasi dengan total asset perusahaan.

**Tabel 3.1**

**Ringkasan Definisi Variabel dan Cara Pengukurannya**

No.	Variabel	Definisi	Cara Pengukuran
1.	<i>Leverage</i>	Ukuran mengenai perbandingan seberapa besar perusahaan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan	1. Book Leverage (book debt / total asset) 2. Market Leverage (book debt / market value)
2.	Perubahan Leverage	Perubahan antara tingkat leverage perusahaan pada suatu periode dengan periode sebelumnya	1. Book Change 2. Market Change
3.	Konsentrasi Kepemilikan (OC)	Suatu ukuran sejauh manasebaran kepemilikan dari saham-saham yang terdaftar di bursa saham perusahaan	Total block holder (saham yang lebih besar dari 5%) : a. OC rendah (< 25%) b. OC tengah (25% -50%) c. OC tinggi (> 50%)
4.	Kondisi Pasar Saham	Kondisi yang terjadi dalam pasar yang mengatur perdagangan saham	PER (Price Earning Ratio)
5.	Profitabilitas	Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dari aktivitas selama satu periode	Rasio EBITDA
6.	Ukuran Perusahaan	Ukuran besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan	<i>Log of total assets</i>
7.	Peluang Pertumbuhan	Suatu perkiraan dalam menghitung pertumbuhan perusahaan	Perubahan <i>log of total assets</i>
8.	Tangibilitas	Perbandingan antara asset tetap terhadap total asset perusahaan	Asset tetap / total aset
9.	Dividen	Pembagian keuntungan dari laba bersih yang dihasilkan perusahaan dalam periode tertentu pada pemegang saham	<i>Dividend Payout Ratio</i>
10.	Pajak	Kontribusi wajib kepada negara yang terutang oleh orang pribadi atau badan yang bersifat memaksa berdasar Undang-Undang	1. <i>Tax rate</i> (pajak / laba sebelum pajak) 2. <i>Non-debt tax shield</i> (depresiasi / total asset)

## **3.2 Jenis dan Sumber Data**

### **3.2.1 Populasi dan Sampel Penelitian**

Seluruh data yang digunakan dalam penelitian merupakan data sekunder yang diambil dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia atau IDX pada periode 2010 sampai 2012. Untuk data mengenai konsentrasi kepemilikan di perusahaan dapat diperoleh dari data profil perusahaan yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia. Sedangkan data untuk price earning ratio (P/E Ratio) menggunakan data dari kinerja perusahaan tercatat pada Bursa Efek Indonesia.

### **3.2.2 Teknik Pengambilan Sampel**

Untuk menentukan sampel yang akan diteliti, maka teknik yang akan digunakan adalah *purposive sampling* dengan menggunakan kriteria yang ditetapkan sebelumnya yaitu :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI
2. Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan tahunan selama 3 tahun berturut-turut dari tahun 2010 sampai 2012
3. Perusahaan yang memiliki data price earnings ratio selama tiga tahun berturut-turut dari tahun 2010 sampai 2012 yang telah dipublikasikan dalam laporan kinerja perusahaan

## **3.3 Metode Pengumpulan Data**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian merupakan data sekunder sehingga dapat dikumpulkan dengan cara metode dokumentasi. Sampel

perusahaan dipilih menggunakan *purposive sampling* dari populasi yang telah ditetapkan sesuai dengan criteria yaitu perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia.

**Tabel 3.2**  
**Populasi dan Sampel Penelitian**

Keterangan	Jumlah
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai 2012	420
Perusahaan yang tidak mengeluarkan laporan keuangan selama 3 tahun berturut-turut	(66)
Total perusahaan yang mengeluarkan laporan keuangan 3 tahun berturut-turut	354
Perusahaan yang tidak mencantumkan PER dalam laporan kinerja selama 3 tahun berturut-turut	(246)
Total sampel penelitian	108

### 3.4 Metode Analisis Data

#### 3.4.1 Uji Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan profil data sampel yang meliputi antara lain range, mean, median, maksimum, minimum, deviasistandar, variansi, skewness dan kurtosis. Data yang diteliti dikelompokkan menjadi book leverage, market leverage, book change, market change, konsentrasi kepemilikan, profitabilitas, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan penjualan, tangibilitas, dividen, tingkat pajak, non-debt tax shield dan price earning ratio.

### **3.4.2 Pengujian Asumsi Klasik**

Dalam penelitian ini digunakan uji asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik yang bertujuan untuk menentukan ketepatan model. Uji asumsi klasik yang akan digunakan dalam penelitian ini meliputi:

#### **3.4.2.1 Uji Normalitas**

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variable residual memiliki distribusi normal. Uji normalitas dapat dilihat dengan dua cara yaitu dengan analisis grafik dan uji statistic (Ghozali, 2011). Pengujian normalitas dalam penelitian ini dengan menggunakan analisis grafik histogram dan P-P plot.

#### **3.4.2.2 Uji Multikolinieritas**

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah di dalam suatu model regresi ditemukan adanya korelasi antar variable independen. Suatu model regresi dikatakan baik apabila tidak terjadi korelasi di antara variable independennya (Ghozali, 2011).

Ada tidaknya multikolinieritas di dalam model regresi dapat dilihat dari :

- a. Nilai  $R^2$  hasil dari model regresi sangat tinggi, tetapi masing-masing variable independennya banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variable dependen.
- b. Adanya korelasi yang cukup tinggi antar variable independennya (umumnya di atas 0.90) mengindikasikan adanya multikolinieritas

- c. Nilai tolerance dan nilai variance inflation factor (VIF). Kedua ukuran menunjukkan setiap variable independen manakah yang dijelaskan oleh variable independen lainnya.

#### **3.4.2.3 Uji Heteroskedastisitas**

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik yaitu homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2011).

Cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas yaitu melihat grafik plot antara variabel terikat yaitu ZPRED dengan residualnya yaitu SRESID. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang diprediksi, dan sumbu X adalah residual ( $Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$ ) yang telah di *studentized*. Dasar analisisnya adalah :

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

#### **3.4.2.4 Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan

pengganggu pada periode sebelumnya ( $t-1$ ). Jika terjadi korelasi maka terdapat masalah autokorelasi (Ghozali, 2011).

Uji autokorelasi dapat dilakukan dengan cara uji Durbin-Watson (*DW test*).

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi adalah sebagai berikut :

1. Bila nilai DW terletak antara batas atas ( $d_u$ ) dan ( $4-d_u$ ), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol berarti tidak ada autokorelasi.
2. Bila nilai DW lebih rendah dari pada batas bawah ( $d_l$ ), maka koefisien autokorelasi lebih dari nol berarti ada autokorelasi positif.
3. Bila nilai DW lebih dari pada ( $4-d_l$ ), maka koefisien autokorelasi lebih kecil dari nol berarti ada autokorelasi negatif.
4. Bila nilai DW terletak antara batas atas ( $d_u$ ) dan batas bawah ( $d_l$ ) atau DW terletak antara ( $4-d_u$ ) dan ( $d_l$ ), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

### **3.4.3 Uji Hipotesis**

#### **3.4.3.1 Analisis Regresi Linier Berganda**

Untuk menguji hipotesis pertama dan kedua digunakan alat uji statistik analisis regresi. Analisis regresi merupakan suatu studi yang dapat digunakan untuk menganalisis ketergantungan variable dependen dengan satu atau lebih variable independen, dengan tujuan mengestimasi dan memprediksi rata-rata populasi atau nilai rata-rata variable dependen berdasarkan nilai variable independen yang diketahui (Ghozali, 2011).

Adapun persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis satu adalah sebagai berikut :

$$\text{Leverage}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{OC}_t + \alpha_2 \text{Profitability}_t + \alpha_3 \text{firmsize}_t + \alpha_4 \text{salesgrowth}_t + \alpha_5 \text{tangibility}_t + \alpha_6 \text{dividend}_t + \alpha_7 \text{taxrate}_t + \alpha_8 \text{nondebttaxshield}_t + u_t$$

Sedangkan persamaan untuk menguji hipotesis kedua adalah sebagai berikut :

$$\text{Leverage change} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{OC}_t + \alpha_2 \text{Profitability}_t + \alpha_3 \text{firmsize}_t + \alpha_4 \text{salesgrowth}_t + \alpha_5 \text{tangibility}_t + \alpha_6 \text{dividend}_t + \alpha_7 \text{taxrate}_t + \alpha_8 \text{nondebttaxshield}_t + u_t$$

Adapun persamaan untuk menguji hipotesis tiga adalah sebagai berikut :

$$\text{Leverage change} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{OC} + \alpha_2 \text{OC} * \text{PER}_t + \alpha_3 \text{Profitability}_t + \alpha_4 \text{firmsize}_t + \alpha_5 \text{salesgrowth}_t + \alpha_6 \text{tangibility}_t + \alpha_7 \text{dividend}_t + \alpha_8 \text{taxrate}_t + \alpha_9 \text{nondebttaxshield}_t + u_t$$

Analisis regresi yang dilakukan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh antar variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian statistik yang dilakukan adalah :

### 1. Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai  $R^2$  yang kecil menunjukkan bahwa kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai  $R^2$  yang besar dan hampir mendekati satu menunjukkan bahwa variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Penggunaan koefisien determinasi dapat menimbulkan masalah bias terhadap jumlah variable independen yang dimasukkan ke dalam model. Oleh karena itu nilai  $R^2$  akan terus meningkat seiring dengan penambahan satu variable independen. Oleh karena alternative yang dapat digunakan yaitu dengan melihat nilai Adjusted  $R^2$  nya. Dari ini diketahui seberapa besar variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independennya, sedangkan sisanya dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model. Menurut Gujarati (2003) dalam Ghozali (2011) jika dalam suatu uji didapatkan nilai adjusted  $R^2$  negatif, maka nilai adjusted  $R^2$  dianggap bernilai nol.

## **2. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)**

Uji F digunakan untuk menguji tingkat pengaruh variabel independenterhadap variabel dependen secara bersama-sama.

Dalam uji F kesimpulan yang diambil adalah dengan melihat signifikansi ( $\alpha$ ) dengan ketentuan :

$\alpha > 5\%$  :  $H_0$  diterima dan  $\alpha < 5\%$  :  $H_0$  ditolak

## **3. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)**

Uji t digunakan untuk menguji tingkat signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan perbandingan nilai t hitung masing-masing koefisien regresi dengan t tabel sesuai dengan tingkat signifikansi yang digunakan. Jika t hitung koefisien regresi lebih kecil dari t tabel, maka variabel independen secara

individu tersebut tidak berpengaruh terhadap variabel dependen, artinya hipotesis ditolak. Sebaliknya jika  $t$  hitung lebih besar dari  $t$  tabel, maka variabel independen secara individu berpengaruh terhadap variabel dependen, artinya hipotesis diterima.